

年金積立金管理運用独立行政法人 委託調査研究

次期中期計画策定に資する調査研究業務 最終報告書

2020年3月
みずほ総合研究所

本調査の目的・内容

調査目的

- GPIFは、「専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標」としており、次期中期計画の策定にあたって、長期的な観点で検討することが求められる。
- 本調査は、GPIFの次期中期計画の前提となる「目指すべき姿」を、GPIFを取り巻く外部環境の長期的な変化を踏まえて整理し、その実現に向けた論点を分析することによって次期中期計画の策定に資することを目的とする。

調査内容

- ① 長期的観点でのGPIFを取り巻く外部環境分析の実施
 - ✓ 次期中期計画を検討するにあたって参考となる長期的観点による外部環境（経済情勢、社会情勢、技術革新等）の変化の見通しに関する論点の整理・分析を行う。
- ② ステークホルダーに対するアンケート・ヒアリングの実施
 - ✓ 次期中期計画を検討するにあたって、ステークホルダーからのGPIFへの期待や運営の課題を明らかにするために、外部有識者や運用機関等に対しアンケート・ヒアリングを行う。

- I. 中期計画の前提となる
GPIFの目指すべき姿（経営ビジョン）について
- II. 経営ビジョンの実現に向けた調査
 - II-1. 環境整理と課題認識
 - II-2. ステークホルダーに対する調査
 - II-2-1. 有識者向けアンケート調査結果
 - II-2-2. 運用機関向けアンケート調査結果
 - II-2-3. 運用機関向けヒアリング調査結果
 - II-3. ステークホルダーからの期待を踏まえた次期中期計画に必要な論点

I. 中期計画の前提となる GPIFの目指すべき姿（経営ビジョン）について

第4期中期計画で伝えたいメッセージ

GPIFを
取り巻く
メガトレンド

調達面



運用面

- ・ 財政検証を踏まえた年金積立金：約60年かけて479兆円（現状の約3倍）まで持続的に拡大する見通し
→ 「ユニバーサル・オーナー」 かつ 「超長期投資家」
- ・ 先進国を中心とした少子高齢化→ 経済の成長鈍化・低金利環境
- ・ 社会課題顕在化：気候変動、地球資源の枯渇→ 持続的成長のため、高まるESG投資等の重要性
- ・ テクノロジーの進展→ AI、RPA、データ管理の高度化

経営ビジョン
GPIFの目指す姿

目指す姿

ユニバーサル・オーナーかつ超長期投資家として、
運用対象の多様化による分散投資、スチュワードシップ活動やESG投資を通じた
持続可能な社会の実現により、長期的かつ安定的なリターンを確保する

重点領域

- ・ ユニバーサル・オーナーかつ超長期投資家に相応しい人員・体制の整備、ビジネスモデルの強化
→ 世界最大のファンド・オブ・ファンズ・マネジャーに相応しい人材の登用・体制の整備
→ 効率運営を企図したアウトソーシング型ビジネスモデル強化：内部・外部リソースのベストミックスを追求
→ 運用面では、特に、重要なパートナーである運用受託機関・指数会社とのアラインメント強化
- ・ 低金利環境下におけるリターン確保→ 運用の多様化による分散投資（オルタナティブ投資等）
- ・ 持続可能な社会の実現（サステナビリティ）→ スチュワードシップ活動、ESG投資
- ・ 進展したテクノロジーの活用→ リスク管理・内部統制機能の強化
先端技術の活用・データマネジメント強化

目指す指標

- ・ 年金財政上求められる運用目標：実質的な運用利回り 1.7%の確保に加え、
資産別ベンチマークや複合ベンチマークを超える収益の獲得、 ESG投資を通じた市場全体のリターン向上

経営ビジョン（目指す姿）と目指す指標の実現のため

経営資源配分方針

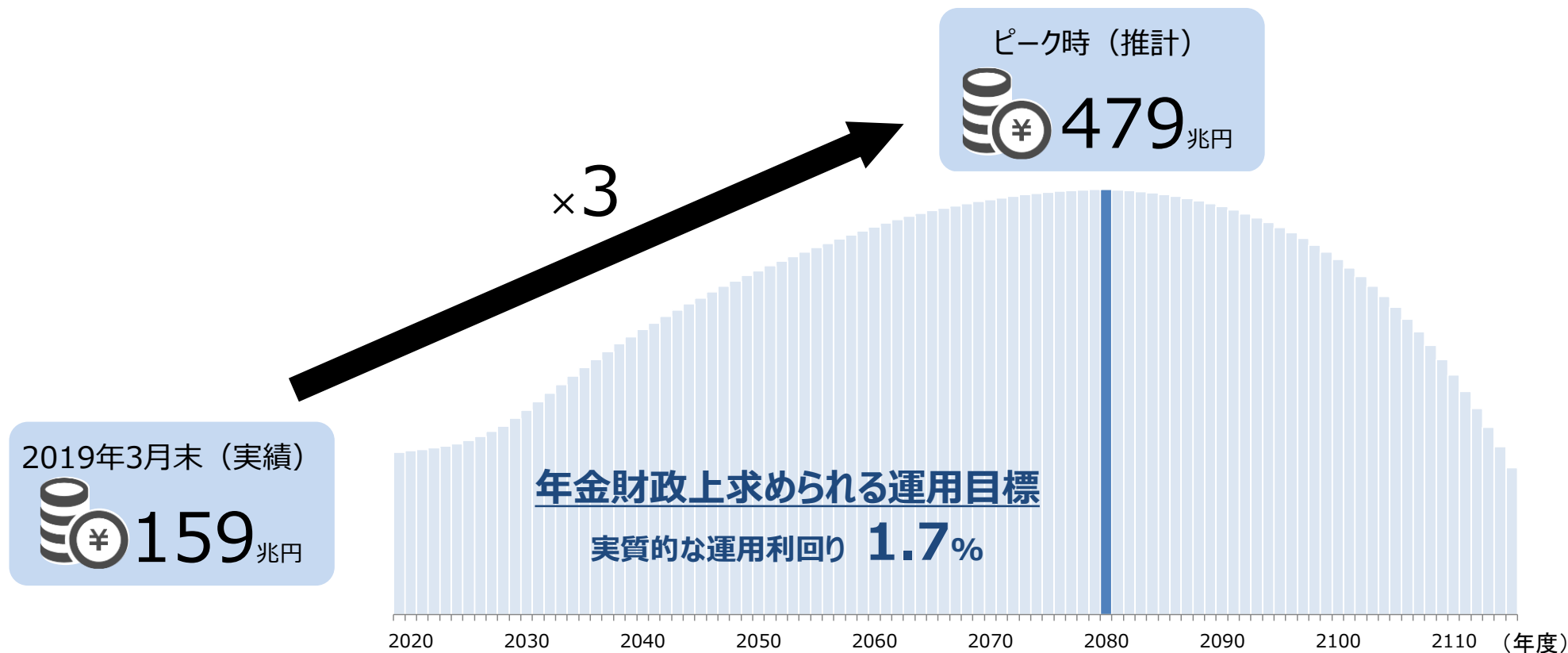
- ・ 運用部門（フロント）、データ管理等部門・内部統制等部門（ミドル）を強化

財政検証を踏まえた今後100年間の年金積立金の見通し

メガトレンド
(調達)

- 2019年財政検証を踏まえた今後100年間の年金積立金金額の推計は、2019年3月末：159兆円 ⇒ ピーク時：479兆円と約3倍に増加し、約60年間にわたり持続的に積みあがる見通し

→ 「ユニバーサル・オーナー（広範な資産を持つ資産規模の大きい投資家）」 かつ 「超長期投資家（100年を視野に入れた年金制度の一端を担う）」



(注) データは、旧厚生年金積立金 + 国民年金積立金（2019年財政検証ケースⅢ）

先進国を中心とした少子高齢化
経済成長鈍化 等



世界的な低金利環境

社会課題の顕在化
(気候変動、資源枯渇等)



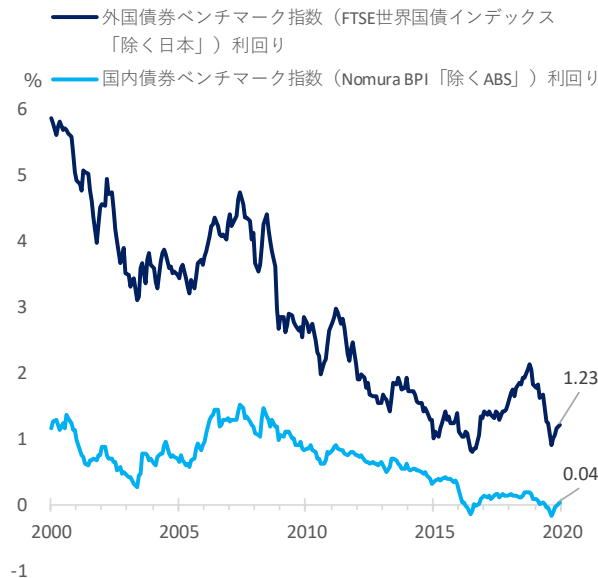
高まるESG投資等の重要性

テクノロジーの進展

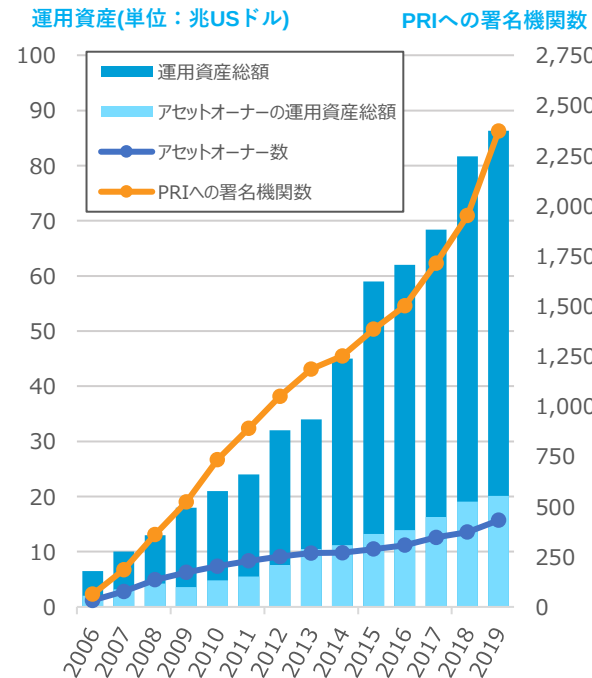


AI、RPA、データ管理高度化

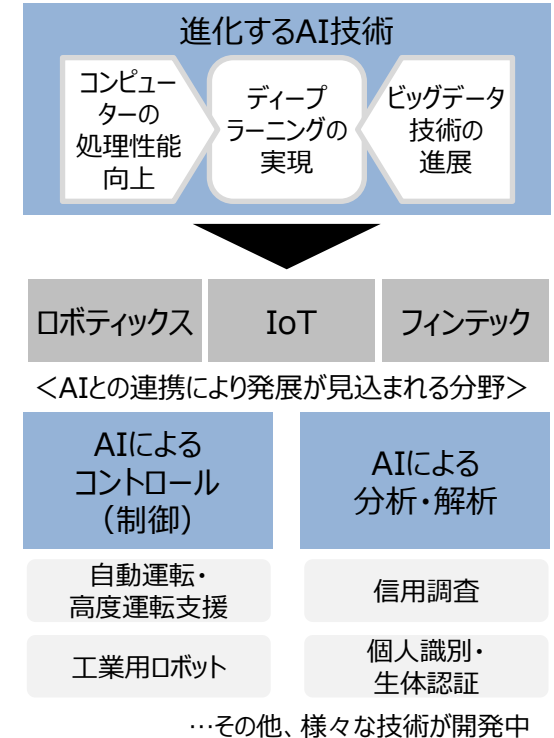
国内債券・外国債券の
ベンチマーク推移



世界におけるESG投資額の推移



進化するAIが与える影響



GPIFの目指す姿

ユニバーサル・オーナーかつ超長期投資家として、
運用対象の多様化による分散投資、スチュワードシップ活動やESG投資を通じた
持続可能な社会の実現により、長期的かつ安定的なリターンを確保する

目指す姿実現のため、注力すべき重点領域



1 ユニバーサル・オーナーかつ超長期投資家に相応しい人員・体制の整備、ビジネスモデルの強化

1

世界最大のファンド・オブ・ファンズ・マネジャーに相応しい人材の登用・体制の整備
効率運営を企図したアウトソーシング型ビジネスモデル強化：内部・外部リソースのベストミックスを追求
運用面では、特に、重要なパートナーである運用受託機関・指数会社とのアラインメント強化



当該基盤を活用し、以下の領域に取り組む



2 低金利環境下における リターン確保

2

運用の多様化による
分散投資
(オルタナティブ投資等)



3 持続的な社会の実現 (サステナビリティ)

3

スチュワードシップ活動や
ESG投資



4 進展したテクノロジーの活用 (AI、RPA等)

4

リスク管理・内部統制機能
の強化

5

先端技術の活用・
データマネジメント強化

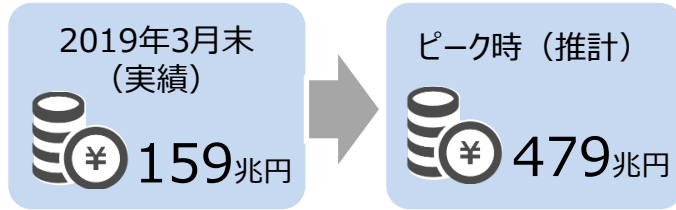
世界最大のファンド・オブ・ファンズ・マネジャーに相応しい体制

1

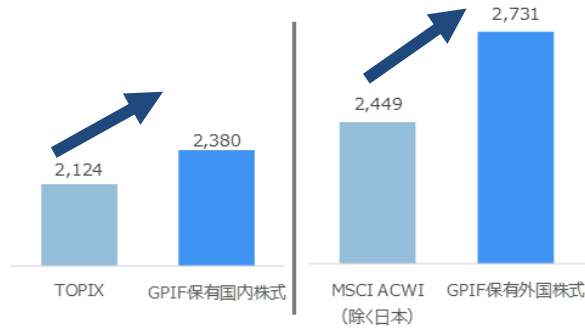
経営ビジョン
目指す姿

2019年財政検証を踏まえた年金積立金の推計

(ご参考) 主要な年金基金における資産・人員・事業費の比較



主要指数の構成銘柄数とGPIFの保有銘柄数 (2019年3月末時点)



基金名	運用資産	職員数	外部委託運用手数料	運用資産全体に占める インハウスの割合
年金積立金管理運用 独立行政法人 (GPIF)	約161.8兆円 (2019年9月末時 点)	148人 うちフロント部門:57人 (役員を含む。2019年9月末時点)	295億円(0.02%) (2018.4-2019.3の年度費用)	22.0% (2019年3月末時点)
カリフォルニア州公職員 退職年金基金 (CalPERS:米国)	約41.6兆円 (2019年10月末 時点)	2,875人 (年金給付業務等担当者も含む) うちフロント部門:238人 (2018-19年度の人員枠)	790億円(0.20%) (2017.7-2018.6の年度費用)	73.3% (2019年6月末時点)
カナダ年金プラン投資理事会 (CPPIB:カナダ)	約33.4兆円 (2019年9月末時 点)	1,661人 うちフロント部門:非公表 (2019年3月末時点)	1,317億円(0.42%) (2018.4-2019.3の年度費用)	PEと絶対収益戦略の一部 で外部委託運用を実施 (2019年3月末時点)
政府年金基金-グローバル (GPFG:ノルウェー)	約115.8兆円 (2019年9月末時 点)	601人 うちフロント部門:262人 (2018年12月末時点)	177億円(0.02%) (2018.1-2018.12の年度費 用)	96.1% (2018年12月末時点)

()内の比率は前期末と今期末の平均残高に対する経費比率。

世界最大のファンド・オブ・ファンズ・マネジャーに相応しい人材の登用・体制の整備

人員体制の見通し (イメージ)



アウトソーシング型ビジネスモデル

2019年3月末（実績）

¥159兆円

効率経営

スリムな
組織

内部
リソース



外部リソースの活用

コンサル
タント

運用受託機関

アクティブ
マネジャー

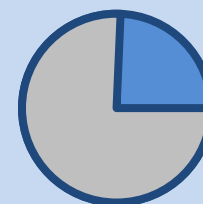
パッシブ
マネジャー

指数会社

効率運営を企図した
アウトソーシング型ビジネスモデル強化

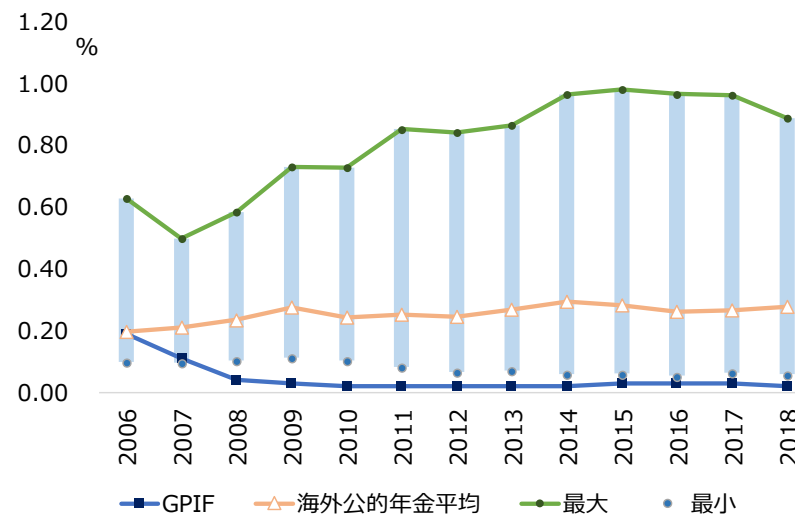
内部・外部リソースのベストミックスを追求

外部リソース
の活用



必要最低限の
内部リソースの充実

（ご参考） GPIFと海外公的年金とのコスト比較



マネジャー・エントリー制度の導入：2018年2月

新実績連動報酬体系の導入：2018年4月



- 超過収益に応じた報酬率（＝実績連動報酬）とし、超過収益を獲得できない場合はパッシブ運用並みの運用報酬（＝基本報酬）
- 目標超過収益率を達成した時に、旧実績連動報酬体系と同じ報酬水準になることを前提
- 長期的なパフォーマンスに応じた支払いとする代わりに、一部の運用受託機関に対して、マーケットサイクルを踏まえた複数年契約を導入

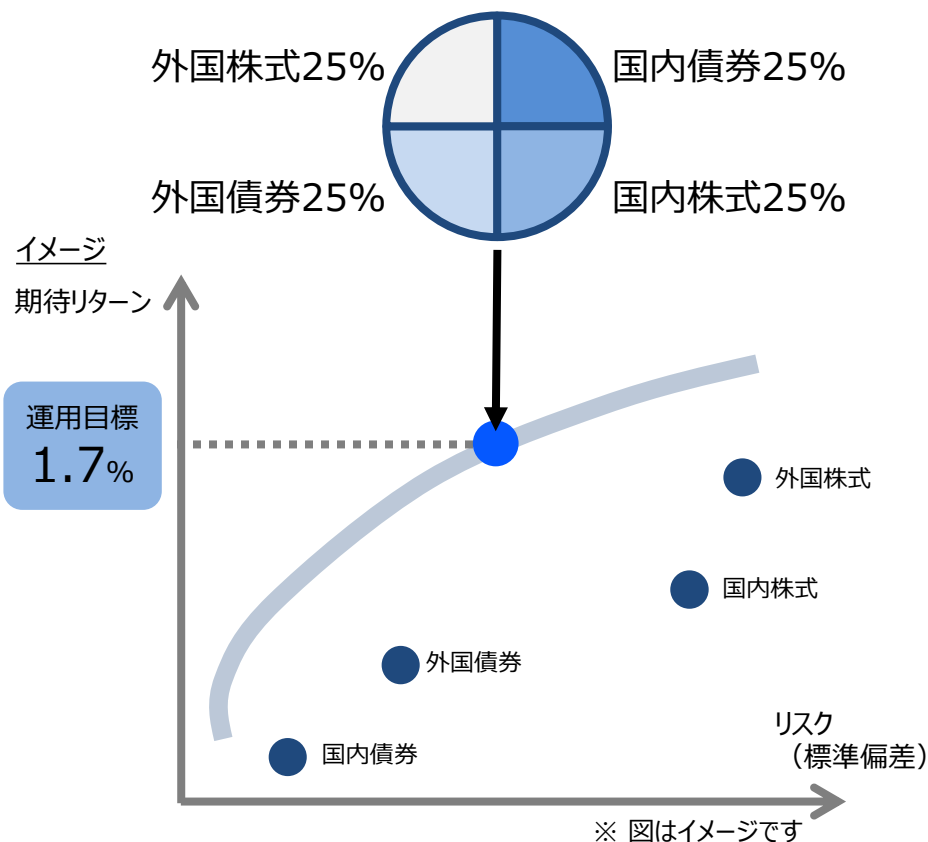
重要なパートナーである運用受託機関・指数会社とのアラインメント強化



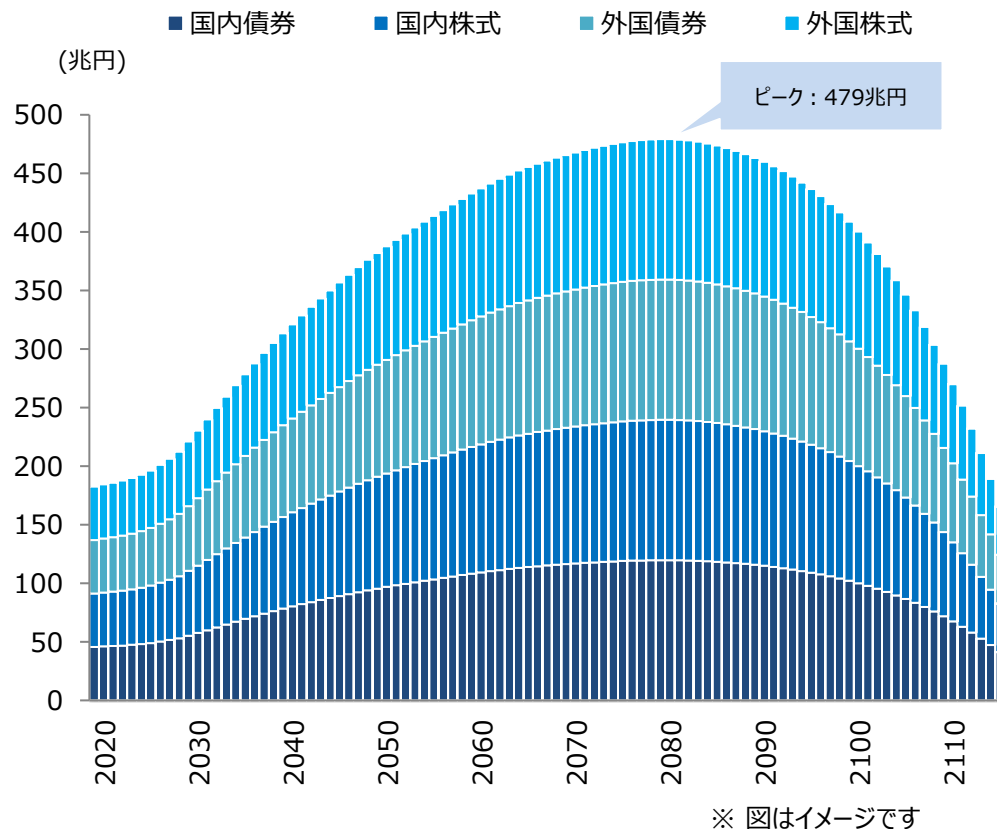
- 世界的な低金利環境を踏まえ、国際分散投資・オルタナティブ投資の強化により、ポートフォリオの収益性の維持・向上を図る
- 国際分散投資・オルタナティブ投資の強化においては、それに適合した体制とシステムの構築を推進

年金財政上求められる運用目標：実質的な運用利回り1.7%

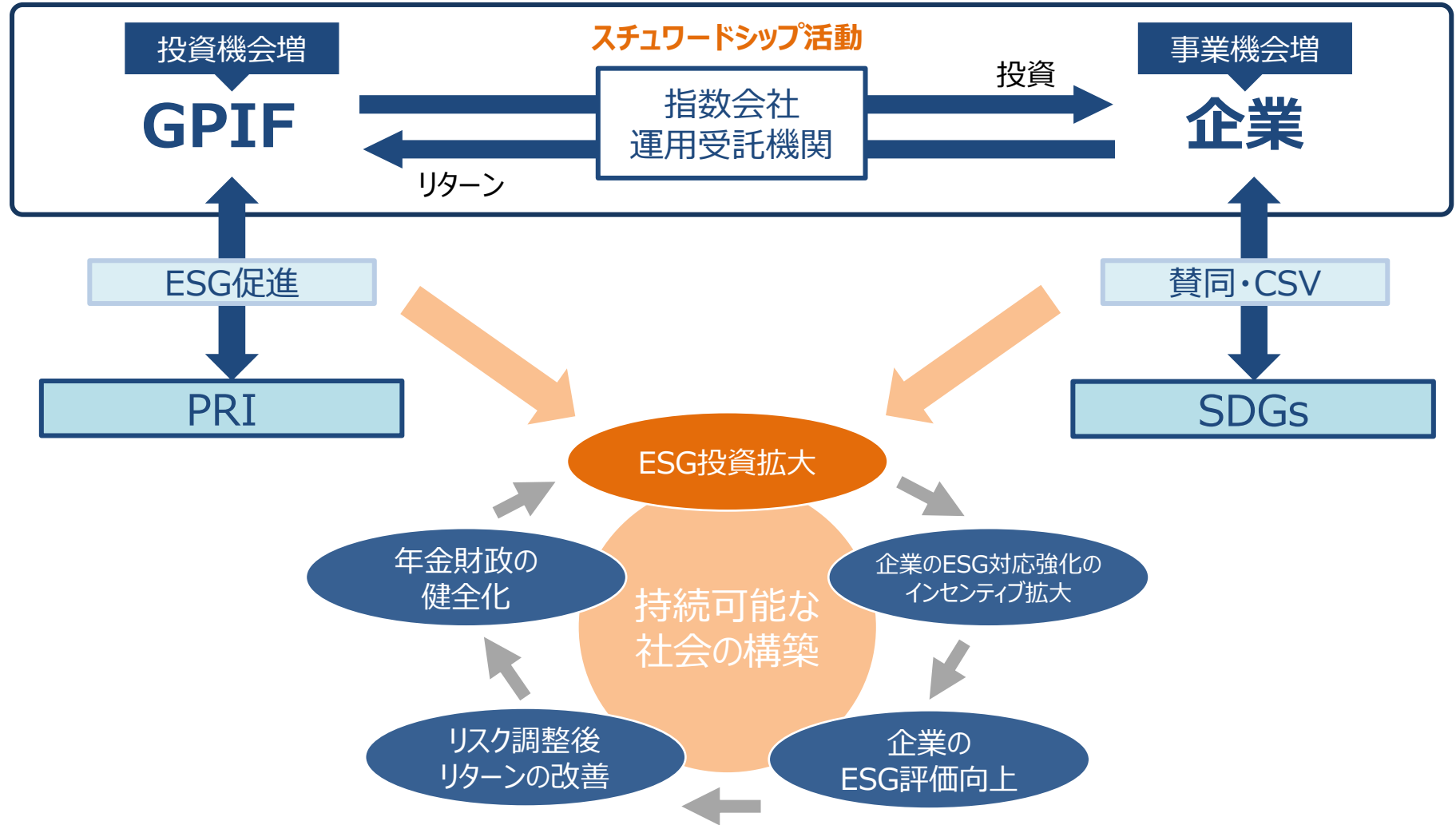
新しい基本ポートフォリオ（構成比）



新しい基本ポートフォリオに基づく資産額の推移

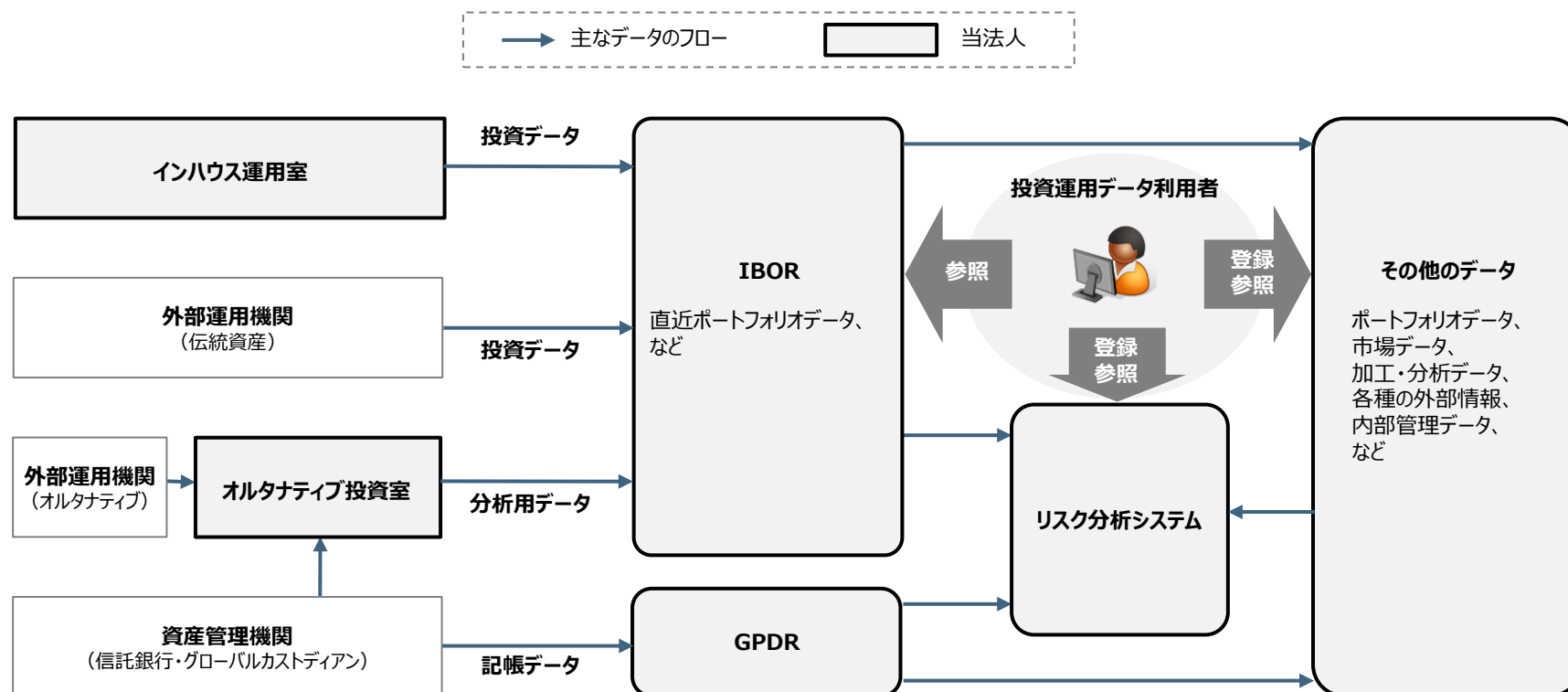


- 持続可能な社会の実現（サステナビリティ）に向けて、スチュワードシップ活動、ESG投資を推進し、金融市場の長期的・持続的な価値創造を追求



- 運用の高度化・多様化、それに伴う人材の確保を踏まえ、法人内のリスク管理・内部統制機能の強化を推進
✓ リーガル機能の充実、内部牽制体制の強化、運用リスク管理の高度化など
- 先端技術の活用・データマネジメント強化を推進
✓ データマネジメントオフィス（DMO）の設置、ITの積極活用など

データマネジメントオフィス（DMO）



超過収益（α）の獲得

- ✓ GPIFは160兆円もの伝統的資産の運用において、パッシブ運用を中心としつつも、αの獲得のため、約2割をアクティブ運用に振り向けている
- ✓ パッシブ運用が成果を上げるためには、効率的な資本市場が前提であり、効率化に寄与するアクティブ運用の存在が不可欠との認識
- ✓ GPIFは、運用受託機関におけるα獲得のインセンティブを高めるため、新しい実績連動報酬制度を導入

2014～2018年度の超過収益率の状況（年率）

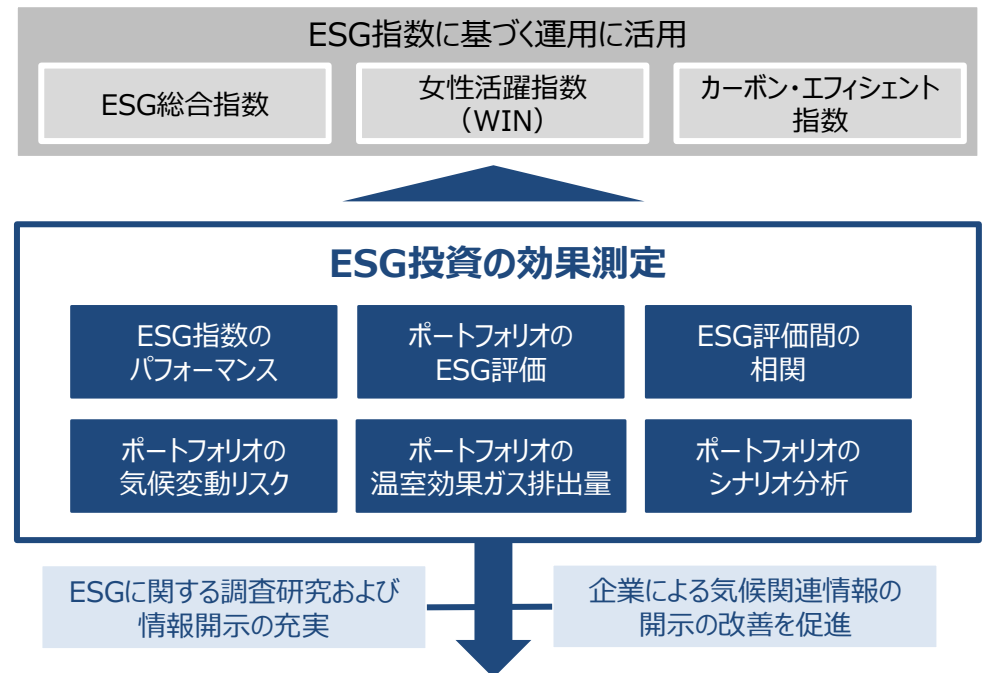
		時間加重 収益率	ベンチマーク 収益率	超過 収益率
国内債券 市場運用分	パッシブ運用	1.61%	1.60%	+0.01%
	アクティブ運用	1.75%	1.92%	▲0.17%
国内株式	パッシブ運用	7.92%	8.02%	▲0.10%
	アクティブ運用	8.55%	8.02%	+0.53%
外国債券	パッシブ運用	2.00%	1.98%	+0.02%
	アクティブ運用	3.17%	2.20%	+0.96%
外国株式	パッシブ運用	8.47%	8.47%	▲0.00%
	アクティブ運用	8.94%	8.69%	+0.25%

**資産全体及び資産ごとのα獲得のための
取組を進める**

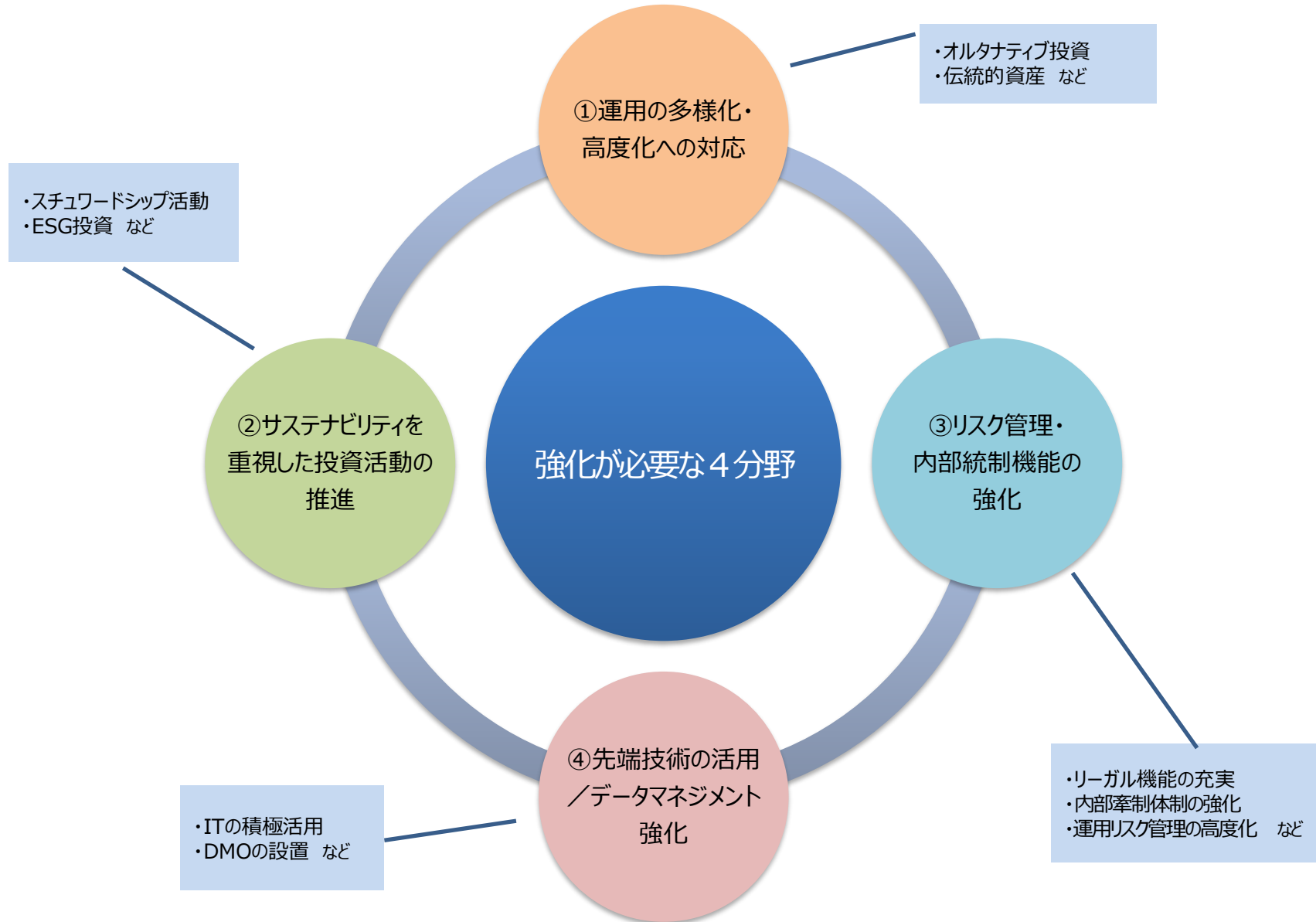
ESG投資の効果の定期的検証

- ✓ ESG投資は長期的なリターン獲得を目指すものであるが、取組の方向性を確認するためにもその効果を定期的に検証し、国民の理解を得ていくことが重要
- ✓ ESG投資の多面的な効果測定とその結果についての幅広い情報発信、企業による情報開示の促進等を通じて、ポートフォリオの長期的リターンの向上と、金融市場の持続可能性の向上に寄与

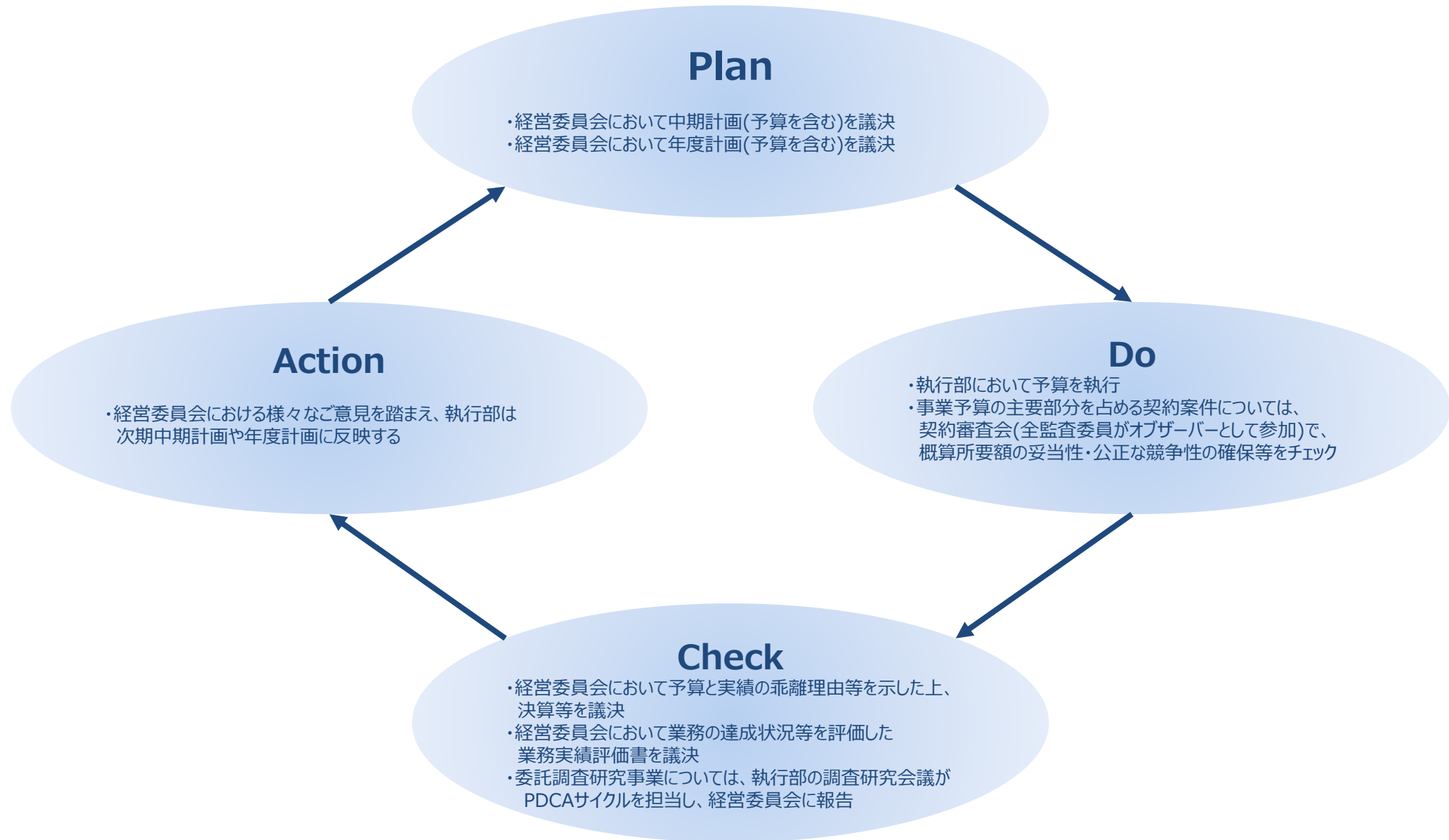
ESG投資の効果測定のイメージ



**ポートフォリオの長期的リターンの向上と
金融市場の持続可能性の向上に寄与**



事業の主なPDCAサイクル



II. 経営ビジョンの実現に向けた調査

II-1. 環境整理と課題認識

環境整理と課題認識 –3つのメガトレンド–

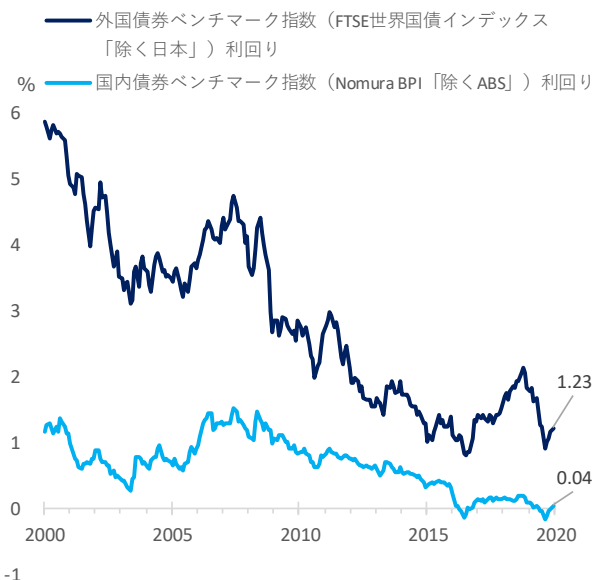
A

先進国を中心とした少子高齢化
経済成長鈍化 等



世界的な低金利環境

国内債券・外国債券の
ベンチマーク推移



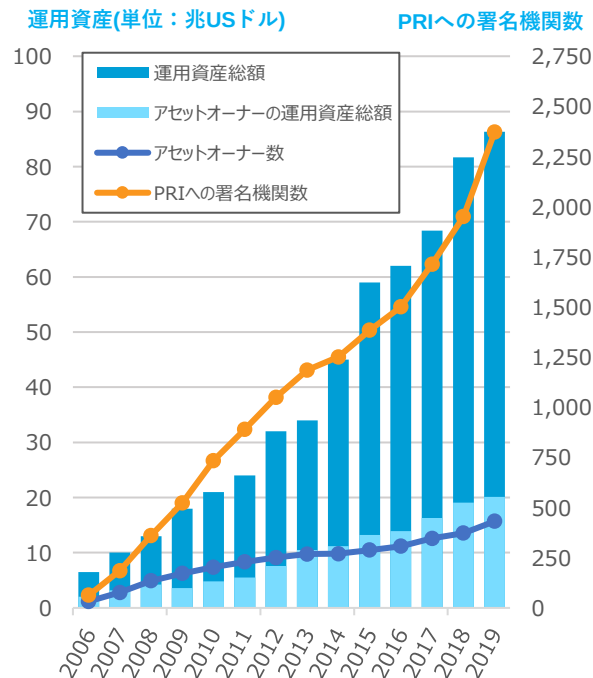
B

社会課題の顕在化
(気候変動、資源枯渇等)



高まるESG投資等の重要性

世界におけるESG投資額の推移



C

テクノロジーの進展



AI、RPA、データ管理高度化

進化するICTが与える影響



進化するAI技術

コンピューターの
処理性能
向上

ディープ
ラーニングの
実現

ビッグデータ
技術の
進展

<AIとの連携により発展が見込まれる分野>

AIによる
コントロール
(制御)

自動運転・
高度運転支援

工業用ロボット

AIによる
分析・解析

資産管理・
運用高度化

市場予測・
投資支援

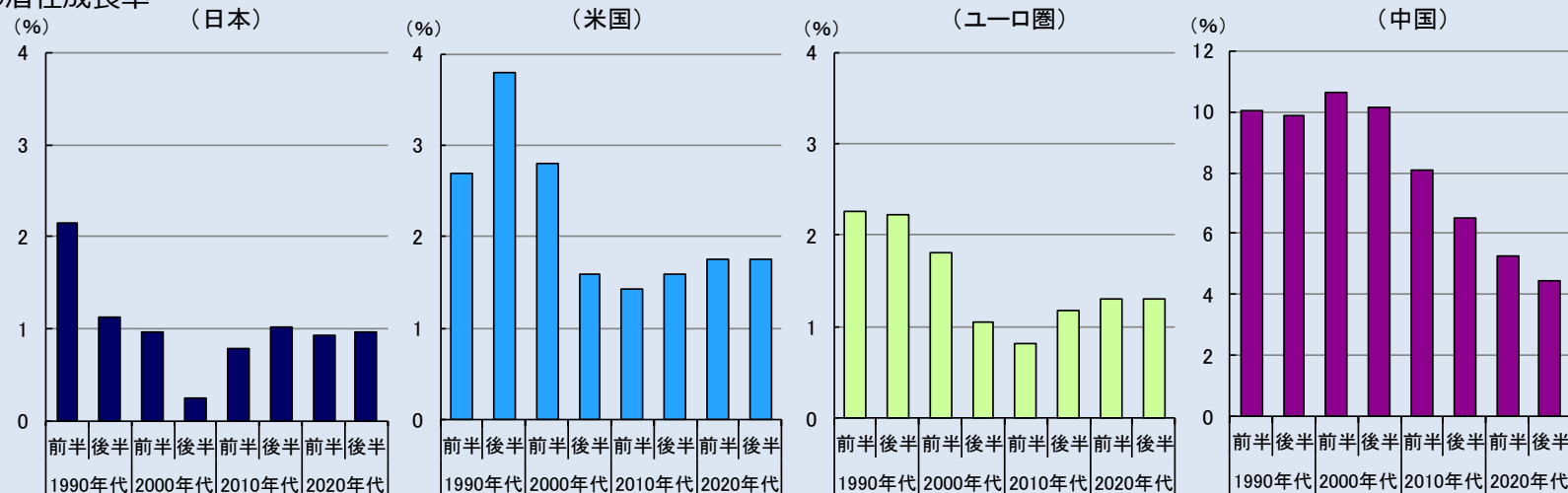
…その他、様々な技術が開発中

経済成長の鈍化：主要国における潜在成長率の低下

A

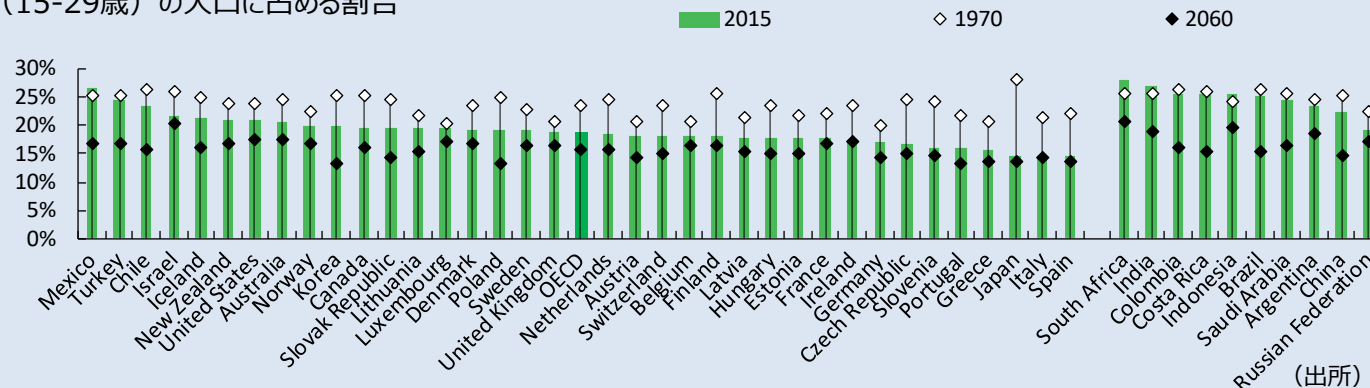
- 高齢化による労働人口の減少や生産性の低下を受け、主要国の潜在成長率は低下傾向
 - ✓ 欧米の潜在成長率は2010年代後半以降、持ち直しも、金融危機前の水準を回復するには至らず

■ 各国の潜在成長率



(注) 潜在成長率はみずほ総合研究所による推計。
(出所) 各国統計より、みずほ総合研究所作成

■ 若年層（15-29歳）の人口に占める割合



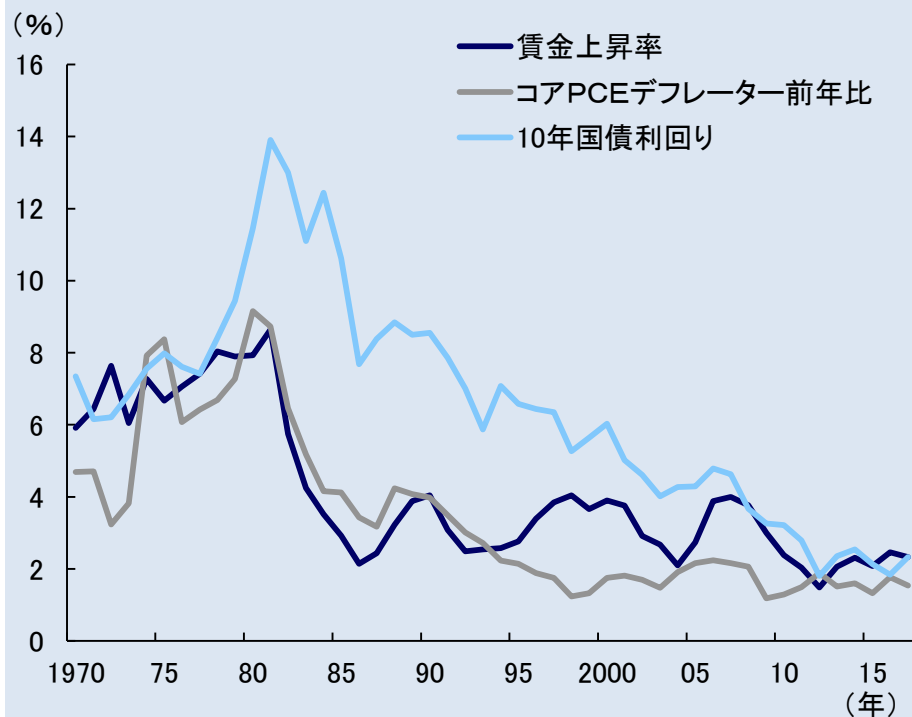
(出所) OECD "Society at a Glance 2019"

低インフレが長期化する中、グローバルな低金利が続く

A

- 低インフレが長期化する中、グローバルな低金利が長期化
 - ✓ 賃金上昇率や期待インフレ率の低下傾向から米国や日本の金融緩和は長期化

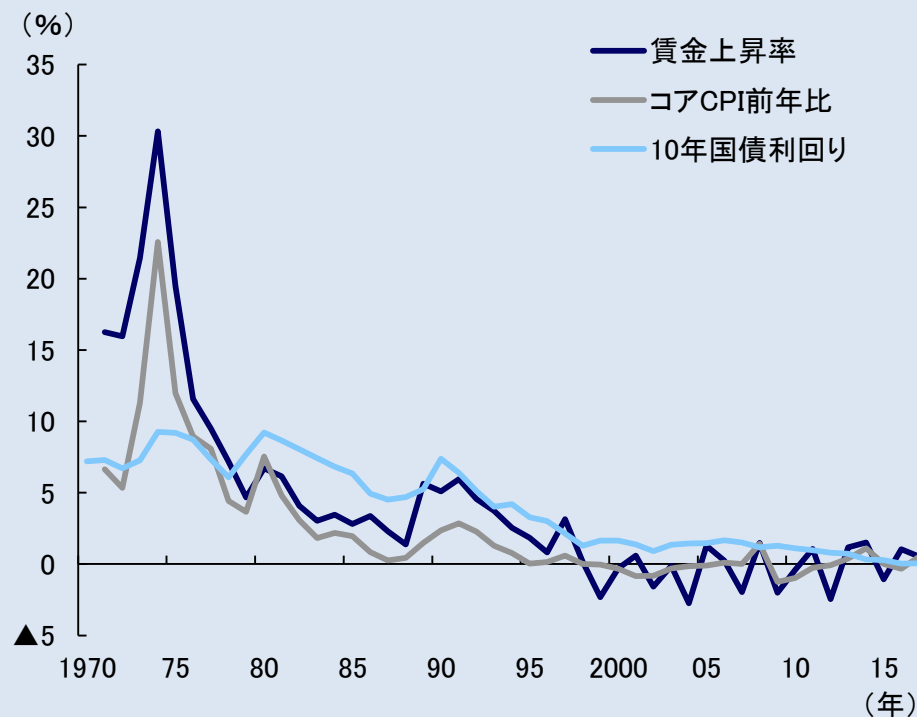
■ 賃金上昇率、インフレ率、長期金利の推移（米国）



(注) 賃金上昇率は時間当たり賃金の前年比。コアPCEデフレーターはエネルギー、食品を除く個人消費支出デフレーター

(出所) 米労働省、FRBより、みずほ総合研究所作成

■ 賃金上昇率、インフレ率、長期金利の推移（日本）



(注) 賃金上昇率は総労働者の現金給与総額/総労働時間の前年比。コアCPIは消費税の影響を除いた消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）

(出所) 厚生労働省、総務省統計局、日本相互証券より、みずほ総合研究所作成

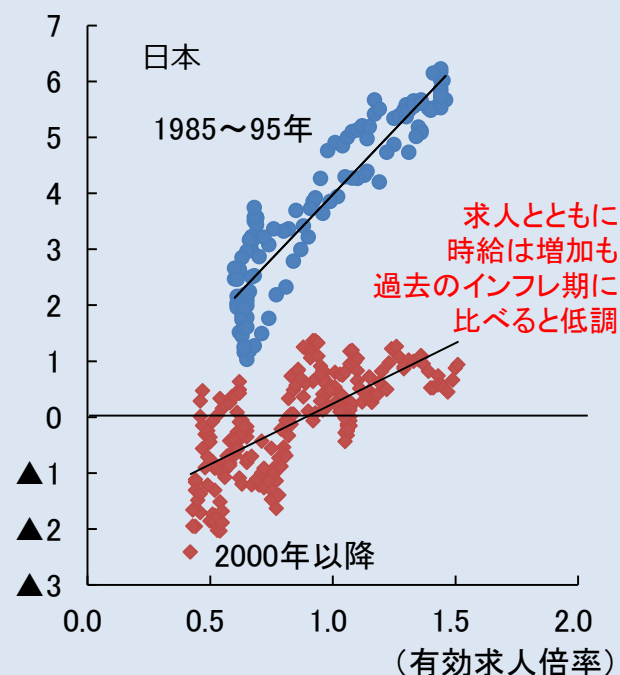
低インフレの背景にある賃金上昇率の低下

A

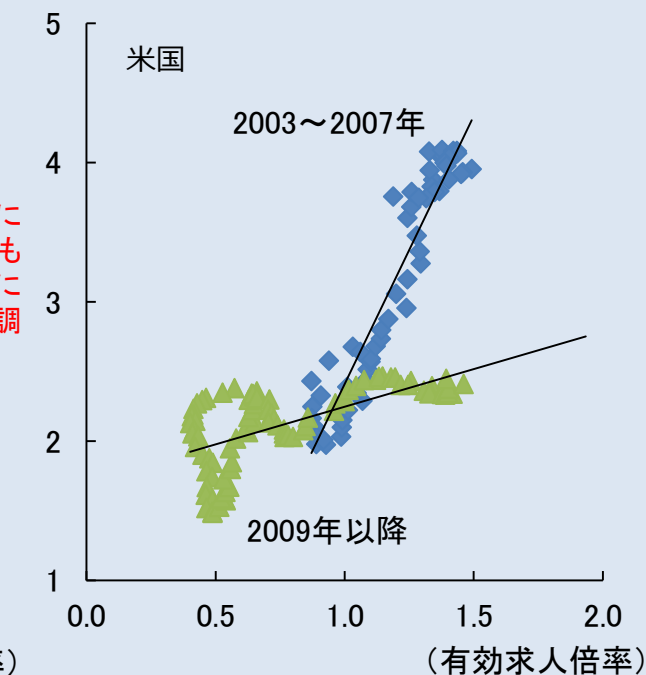
- 主要国では賃金上昇率と労働需給との関係が変化し、過去に比べて賃金上昇しづらい構造に
 - ✓ 有効求人倍率型フィリップス曲線は日米独ともにフラット化しており、労働需給改善に対する賃金上昇圧力の低下を示唆
 - ✓ 日本は1990年代のバブル崩壊で構造変化、米欧は2000年代後半の金融危機以降に構造転換

■ 有効求人倍率型フィリップス曲線

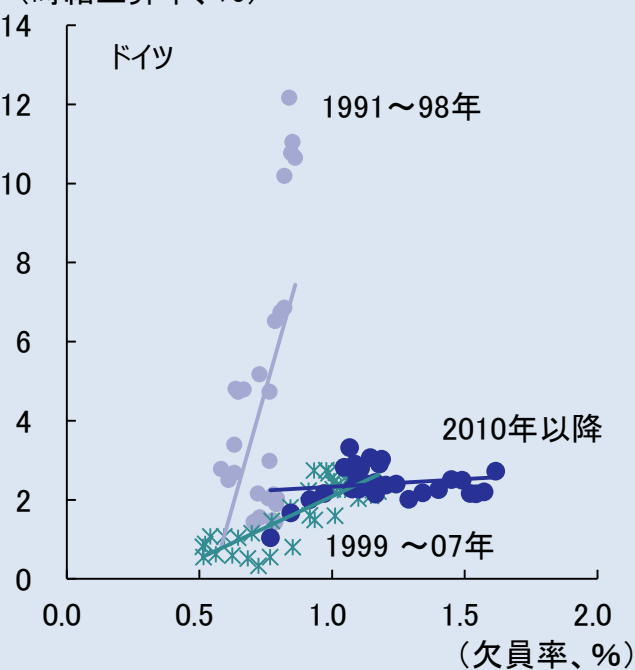
(時給上昇率、%)



(時給上昇率、%)



(時給上昇率、%)



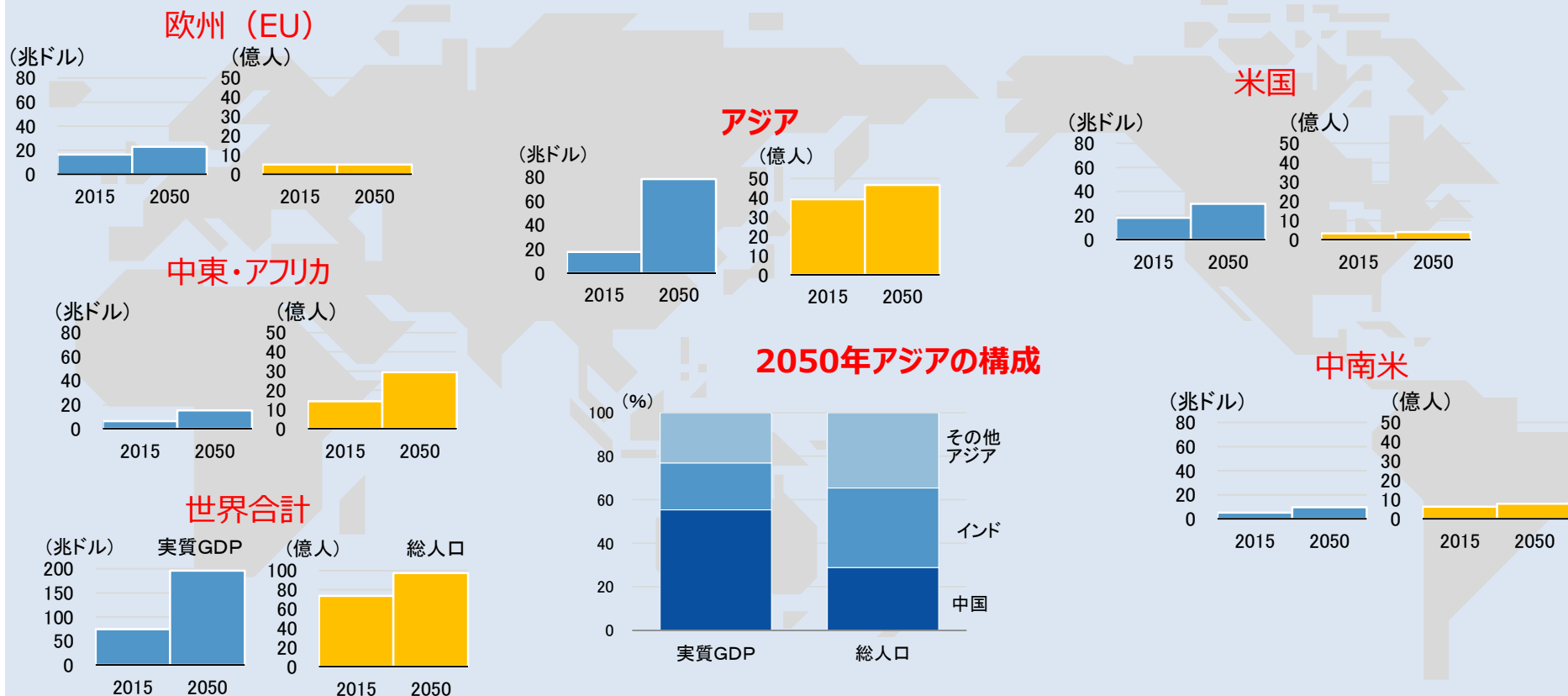
(注) 日本：時給は総労働者の現金給与総額/総労働時間（30人以上）前年比の12カ月移動平均。有効求人倍率から時給へは9カ月程度のラグを設定（ラグ時数はもっとも相関の高い値を設定）。
米国：時間当たり賃金は生産・被管理労働者。前年比上昇率の後方12カ月移動平均を基準として、2003-2007は12カ月ラグ、2009-直近は24カ月のラグをプロット。有効求人倍率はみずほ総合研究所の試算値で当月値（ラグ、リードなし）をプロット。
ドイツ：時給は、諸手当を除く基本給ベース、欠員率に対して4四半期遅行。
(出所) 日本厚生労働省、米国労働省、ドイツ連銀より、みずほ総合研究所作成

世界経済の中心は新興国、2050年にかけてはアジアへ

A

- 2050年にかけて、世界経済の中心は名実共にアジアとなり、世界のGDPに占めるウェイトでは約4割、人口規模では5割弱に達する
 - ✓ アフリカの時代は2050年以降。人口のウェイトでは3割に達するも、GDPのウェイトでは1割に満たず

■ 2050年の世界の地域別GDP・人口



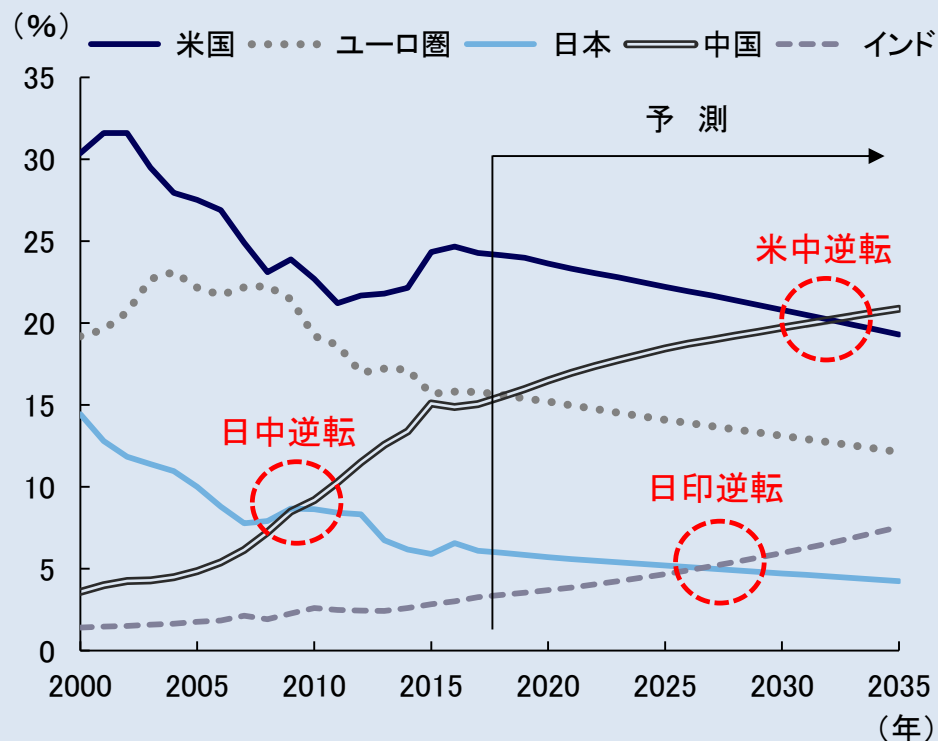
(注) グラフ横軸は全て暦年。実質GDPは2015年の名目GDPドルベースを基準に試算。アジアは日本を除く。
(出所) IMF、UNよりみずほ総合研究所、みずほ銀行産業調査部作成

政治、経済とも中国の存在感が高まる

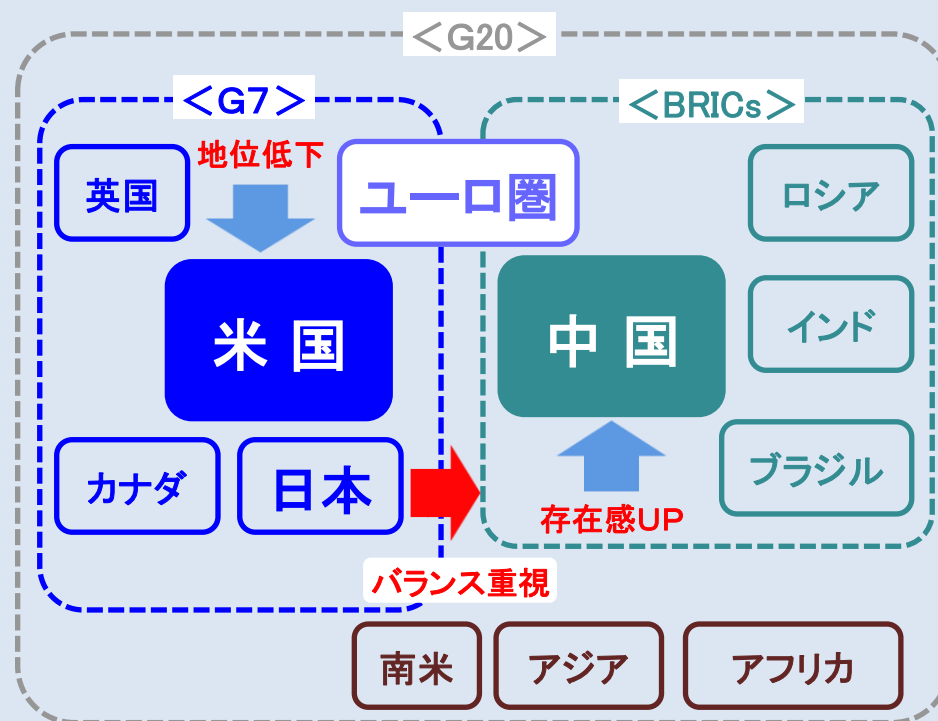
A

- 世界の勢力図は米国一国集中から米中二大大国を中心としたものに
 - 2030年代には中国の経済規模が世界第1位となり、政治的な存在感の高まりも含め、米中二大大国の時代に
- ユーロ圏は徐々にパワーバランスの変化への対応をみせており、日本も米国偏重からバランス重視へ
 - 米中覇権争いの副作用として、過度な保護主義や地政学的リスクの高まりには警戒が必要

■ 主要国・地域の名目GDPシェア予測



■ 2030年の勢力図 (イメージ)

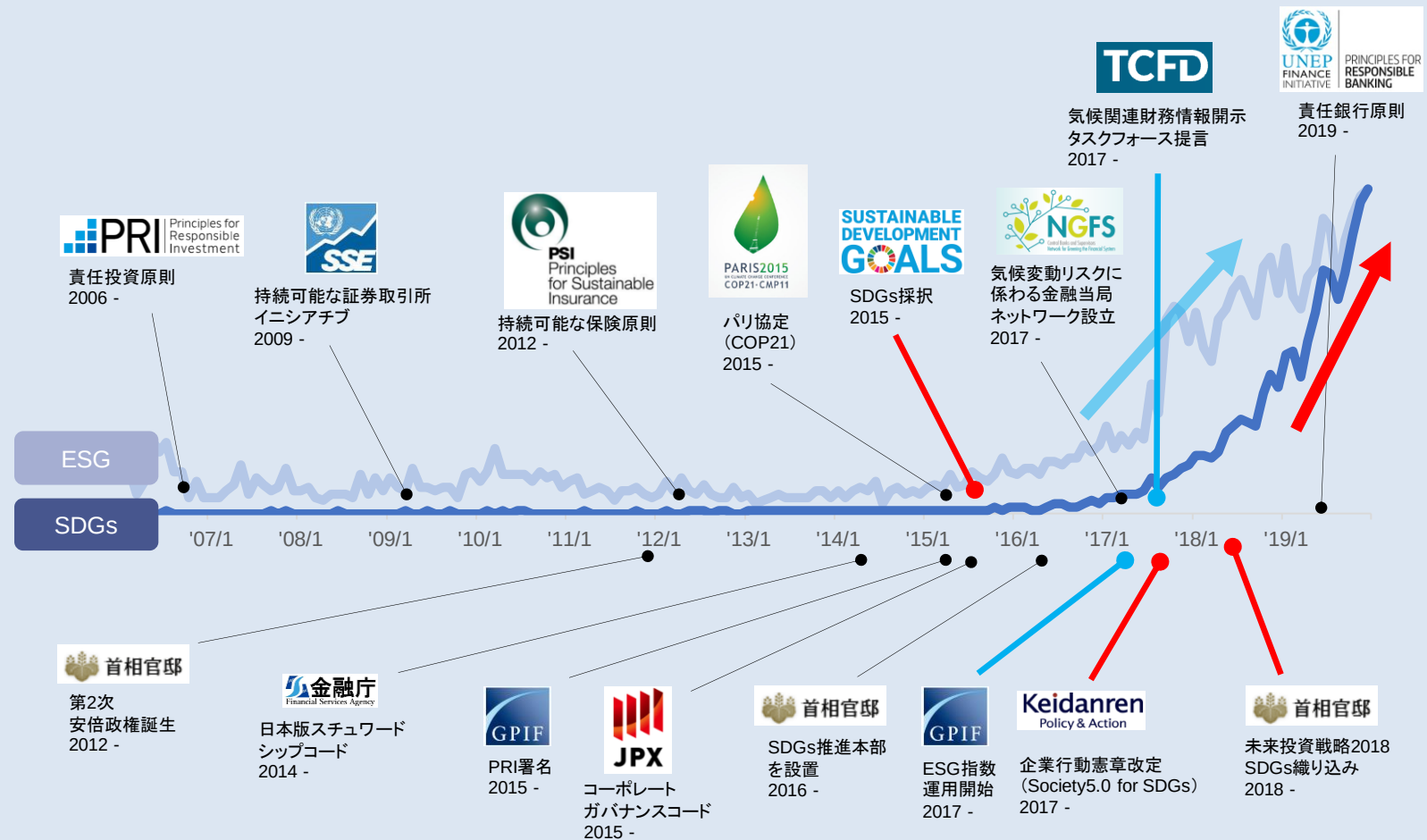


(出所) みずほ総合研究所作成

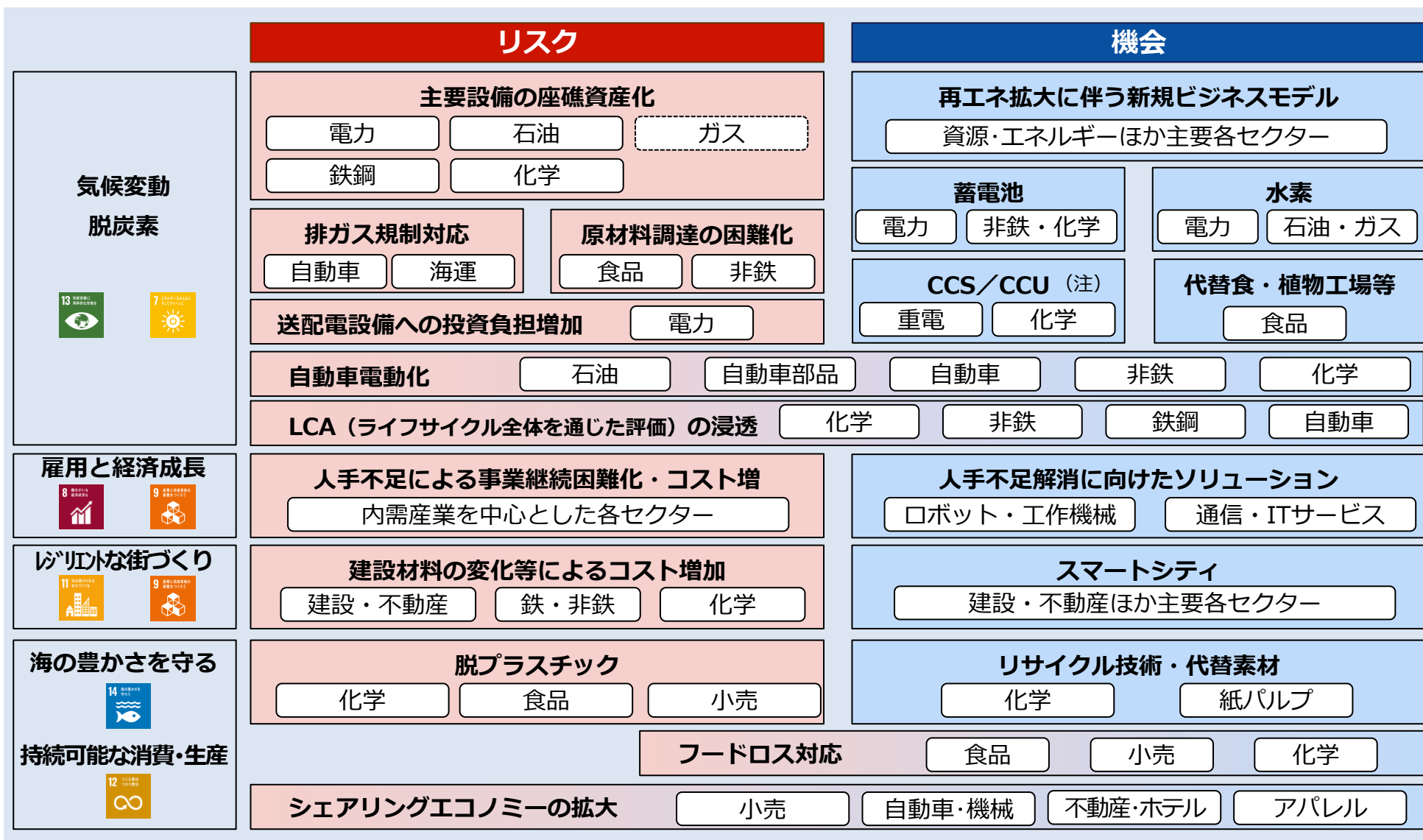
社会課題の顕在化：ESGやSDGsへの配慮が必要とされる社会へ

B

➤ 世界的なESG・SDGsに関わるイニシアチブの進展を受け、第2次安倍政権の下、日本でも関連する施策が推進されつつある状況



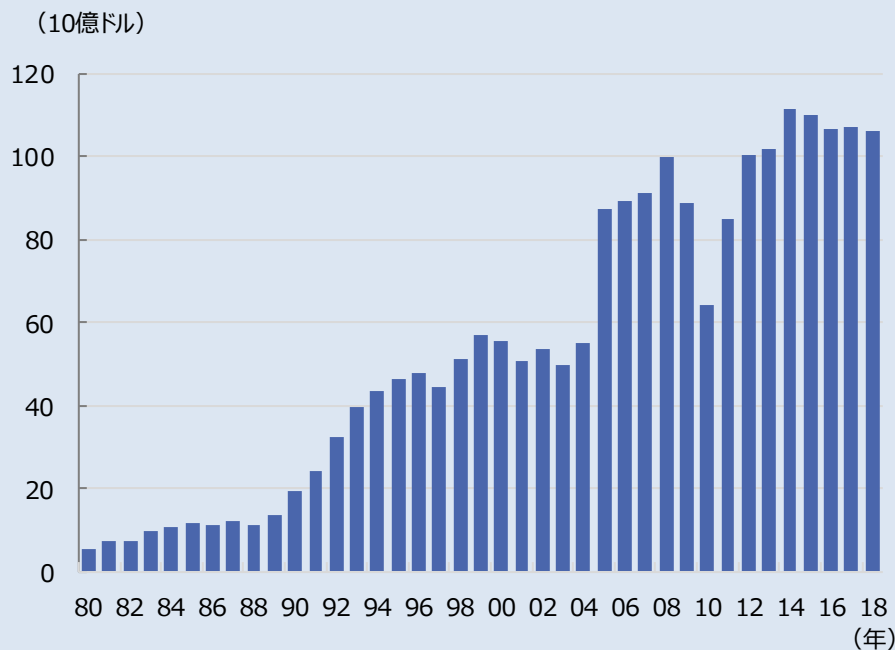
(出所) Google Trends (日本)、環境省「平成30年版 図で見る環境白書」等より、みずほ総合研究所作成



（注）CCS（Carbon dioxide Capture and Storage）：回収CO2の地中貯留技術、CCU（Carbon dioxide Capture and Utilization）：回収CO2を新たなエネルギー等にする技術
 （出所）各種資料等より、みずほ銀行産業調査部作成

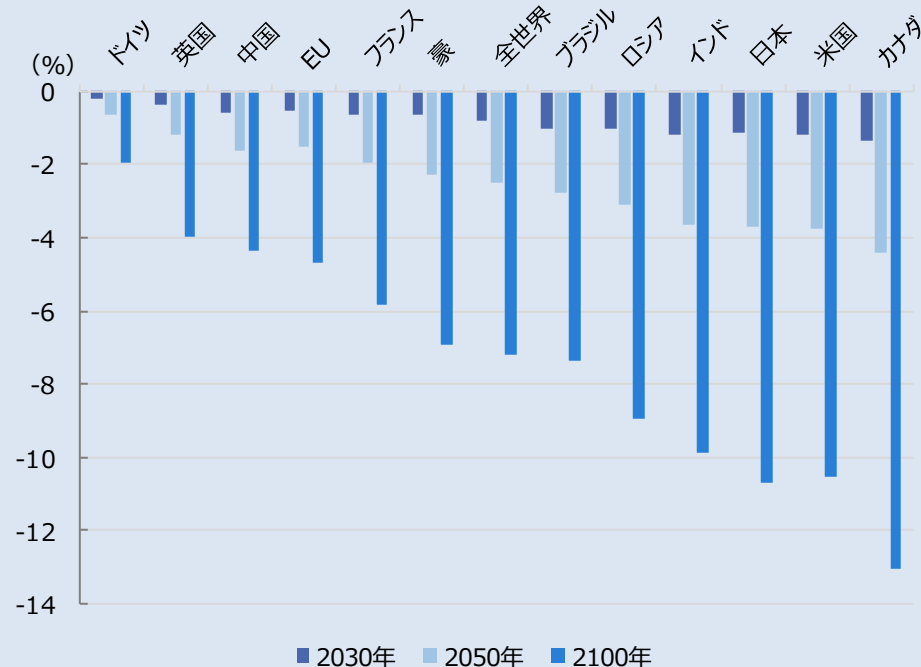
- 自然災害による経済的損失は増加傾向が続いており、2012年以降は高止まり（物理的リスク）
 - ✓ 加えて、低炭素社会への移行にあたり、政策や消費者などの行動変化がもたらすリスクが存在（移行リスク）
- NBER（全米経済研究所）によると、気候変動対策がない場合（平均気温が毎年0.04℃上昇）最大で2100年までに一人当たりGDPを全世界で7.2%ポイント押し下げると試算
 - ✓ 一方、パリ協定の2℃以下に抑える場合（平均気温が毎年0.01℃上昇）では同GDPの下押しは1.1%にとどまる

■ グローバルな自然災害被害額



(注) 自然災害被害総額から地震被害額を除いた金額。5年平均を表示。
 (出所) EMDAT OFDA/CRED International Disaster Databaseより、みずほ総合研究所作成

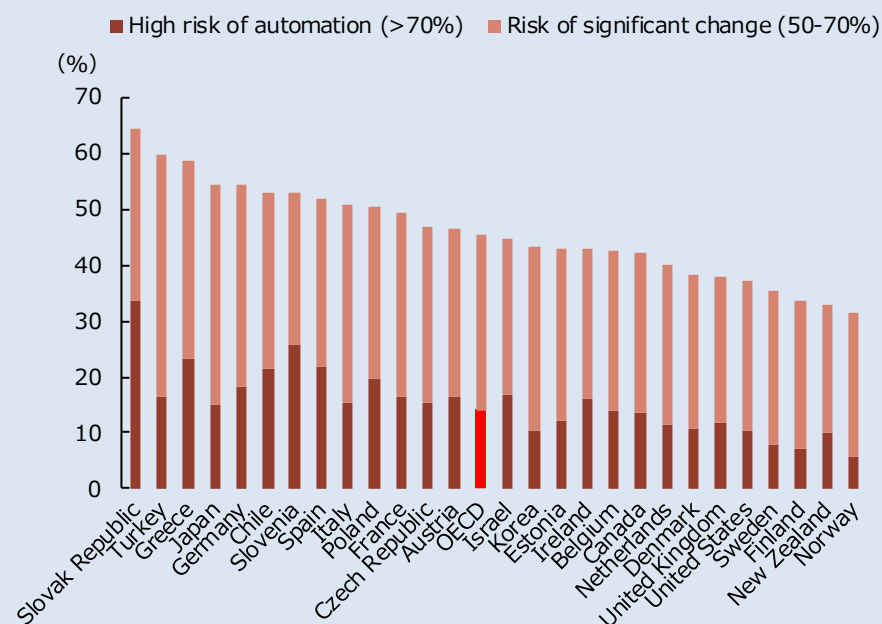
■ 一人当たりGDPへの影響（気候変動対策がない場合）



(注) IPCC（国連気候変動に関する政府間パネル）のRCP8.5（代表濃度経路シナリオのうち最大排出量に相当するシナリオ）による推計。1960年から2014年までのデータを使用。
 (出所) NBER（全米経済研究所）より、みずほ総合研究所作成

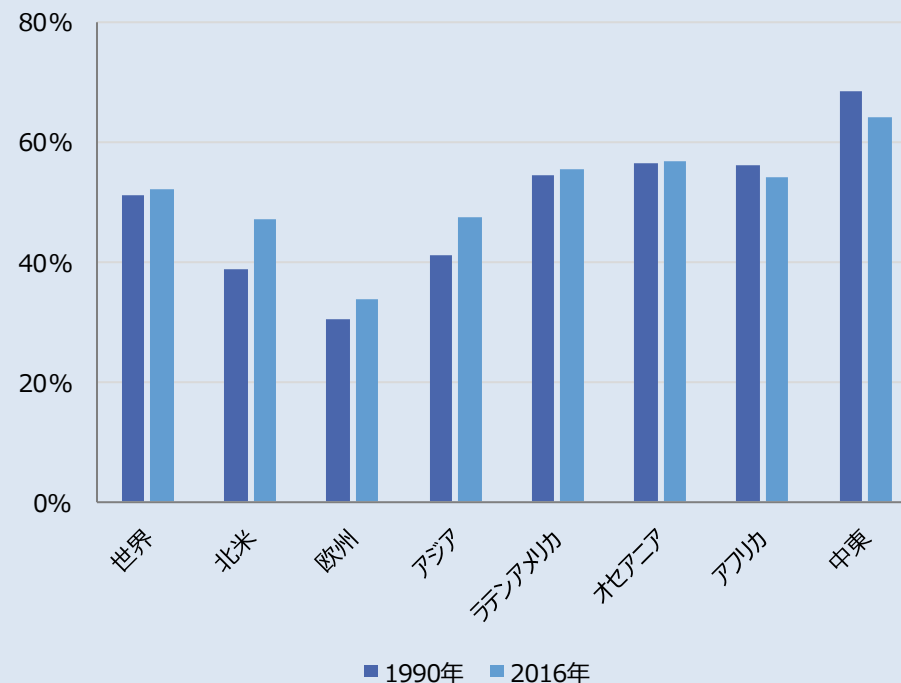
- AIやロボットなどの自動化技術が生産性を高め、新たな雇用を創出し生活水準の向上に寄与する一方で、雇用を奪い仕事に変化する可能性もあり。仕事の未来には大きな課題が存在
- さらに、グローバルに所得の二極化が進行、特に北米、アジア、欧州で顕著。持続可能な社会の実現に向けて、企業への期待が高まる

■ 仕事の自動化によってリスクに晒される雇用の割合



(出所) OECD "Society at a Glance 2019"

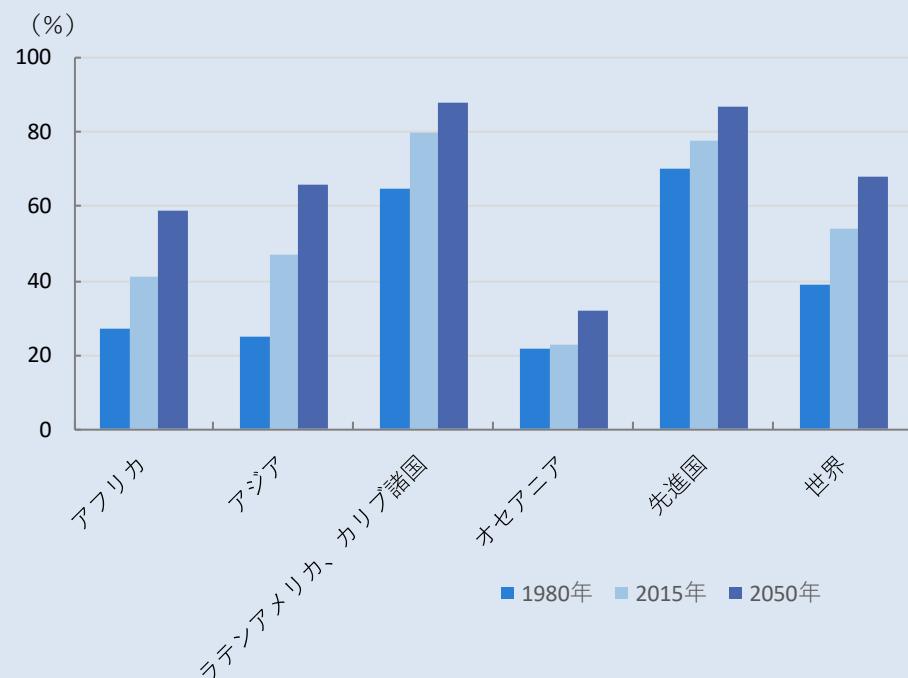
■ 総所得に対する上位10%階層の割合



(出所) OECD "Society at a Glance 2019"

- 全世界で都市化率は54%（2015年）から68%（2050年）へ上昇。都市への人口流入が続く
- 急速な都市化に伴い発生する課題への対応が必要に
 - ✓ 「都市開発」、「都市交通」、「廃棄物問題」、「水問題」、「災害」などが主要課題に

■ 都市化率



（注）アジアは除く日本、オセアニアは除く豪、ニュージーランド。
（出所）国連 World Social Report2020 よりみずほ総合研究所作成

■ スマートシティ

都市の抱える諸課題に対して、ICT等の新技術を活用しつつ、マネジメント（計画、整備、管理・運用）が行われ、全体最適が図られる持続可能な都市または地区

交通	自然との共生	省エネルギー	安全安心	資源循環
公共交通を中心に、あらゆる住民が快適に移動可能な街	水や緑と調和した都市空間	- パッシブ・アクティブ両面から建物・街区レベルにおける省エネ実現 - 太陽光、風力など再生可能エネルギーの活用	- 災害に強い街づくり・地域コミュニティの育成 - 都市開発において、非常用発電機、備蓄倉庫、避難場所等を確保	- 雨水等の貯留・活用 - 排水処理による中水を植栽散水等に利用

グローバルにスマートシティ開発需要上昇

蓄積された技術・ノウハウの実装

（出所）各種資料等より、みずほ総合研究所作成

テクノロジーの進展：イノベーションの対象領域が拡大

C

- デジタルテクノロジーの進歩によりイノベーションの対象領域が拡大
 - ✓ AIによる膨大なデータに基づく付加価値の創出やロボティクスの進歩がイノベーションの対象領域を拡大
- デジタルイノベーションを牽引する主なテクノロジーとしてIoTやAI、ブロックチェーン、データ活用技術、ロボティクス等が注目

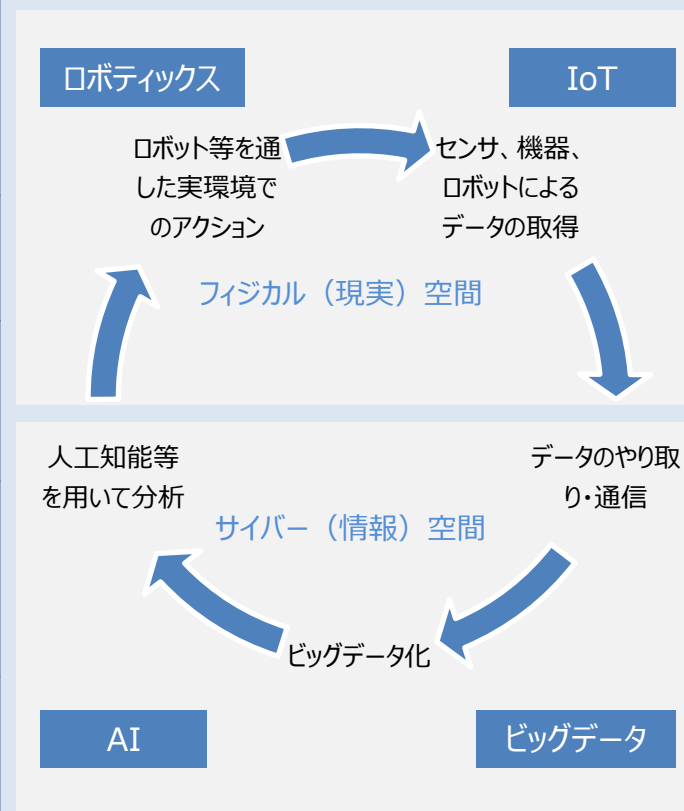
■ 注目されるデジタルテクノロジーの概要

技術分野	概要
IoT関連	IoT関連技術の進展によりICT活用の対象がモノ、ヒト、サービスに拡張され、各分野のデジタル化やビジネスモデル創出の基盤となりつつある。エッジコンピューティングを導入したIoT基盤、画像・音声等の認識技術、次世代インターフェイス技術、無線通信技術の進展が注目される
AI関連	学習データの飛躍的増大と先進的なアルゴリズムにより様々な分野のインテリジェント化が加速。今後、人工知能に適した計算用デバイスやハードウェアの実用化が見込まれる。応用分野も急速に拡大。
ブロックチェーン	ブロックチェーンでは、仮想通貨の二重利用防止や取引情報などの改ざん検知、スマートコントラクト等の技術が注目される。取引の承認や完了確認に要する時間、取引処理能力の低さ等の制約を解消し、応用分野の拡大を図るための機能拡張の取組が進展
データ活用/ ビッグデータ・API・ クラウド	マーケティングやライフサポート等におけるビッグデータ分析が進展。データ活用の重要性が認識される中、データの保全・管理等に加え、データの流通・仲介機能への必要性の高まりから情報銀行の検討が本格化。また、クラウド活用が一層進展。金融機関等でもパブリッククラウド活用の動き。データ連携の有効性からAPIエコノミーが形成される。
ロボティクス・ モビリティ	人間の能力拡張やロボット同士の協調動作といったロボット／ロボティクス技術開発が進展。自動運転車・ドローンでは、認知・判断・制御に係る技術が活発化。自動走行の段階的な実現化に向けた取組が進展。裾野産業が広い自動車産業へのインパクト大。

(注) インテリジェント化とは、情報通信技術やAI等の情報処理技術による高機能化（自動化、最適化等）を指す。

(出所) みずほ情報総研作成

■ 技術分野の循環が可能に



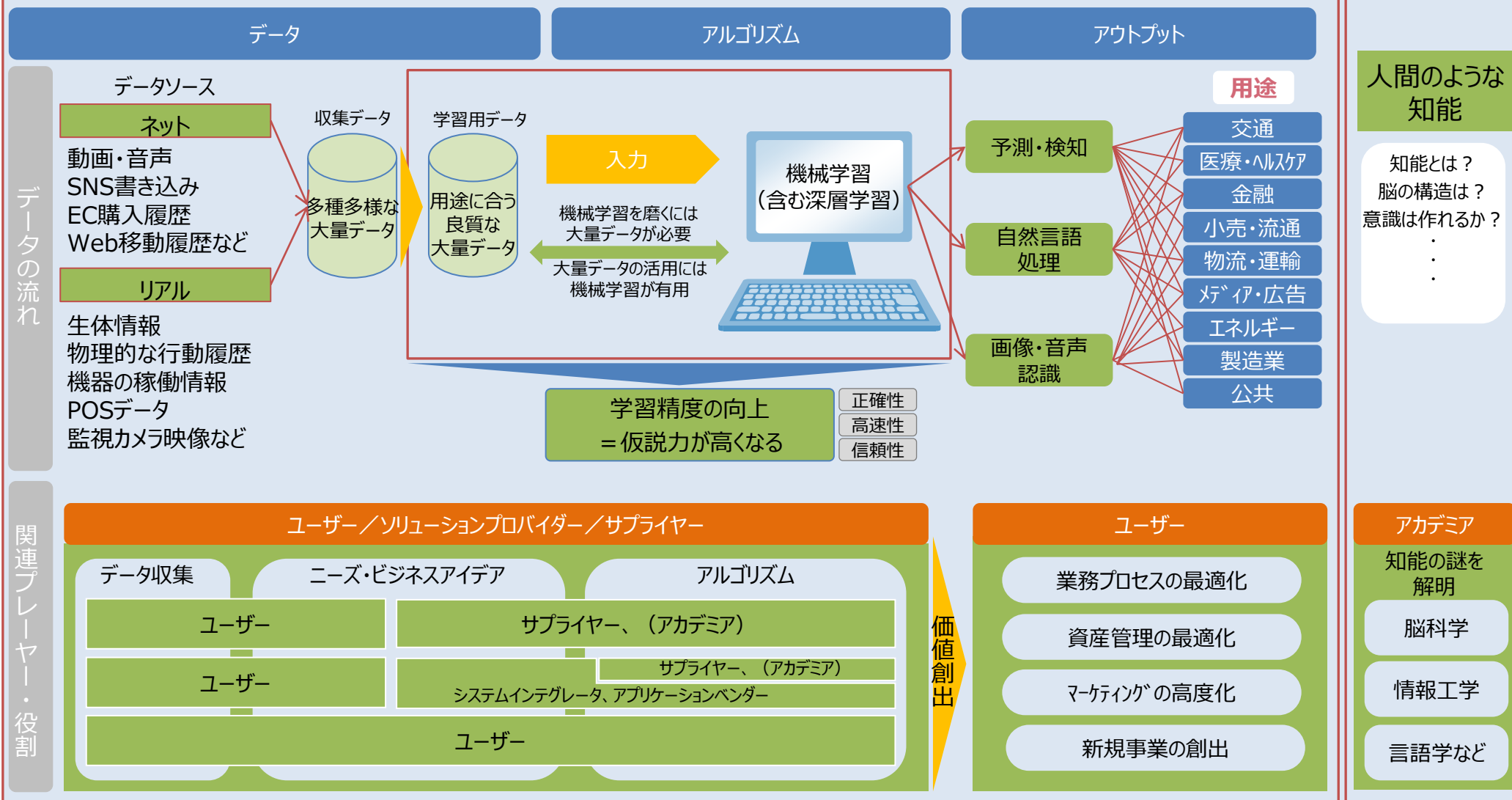
(出所) 各種資料等より、みずほ総合研究所作成

AI活用により大量のデータを用いた予測・検知が可能に

C

特化型AI

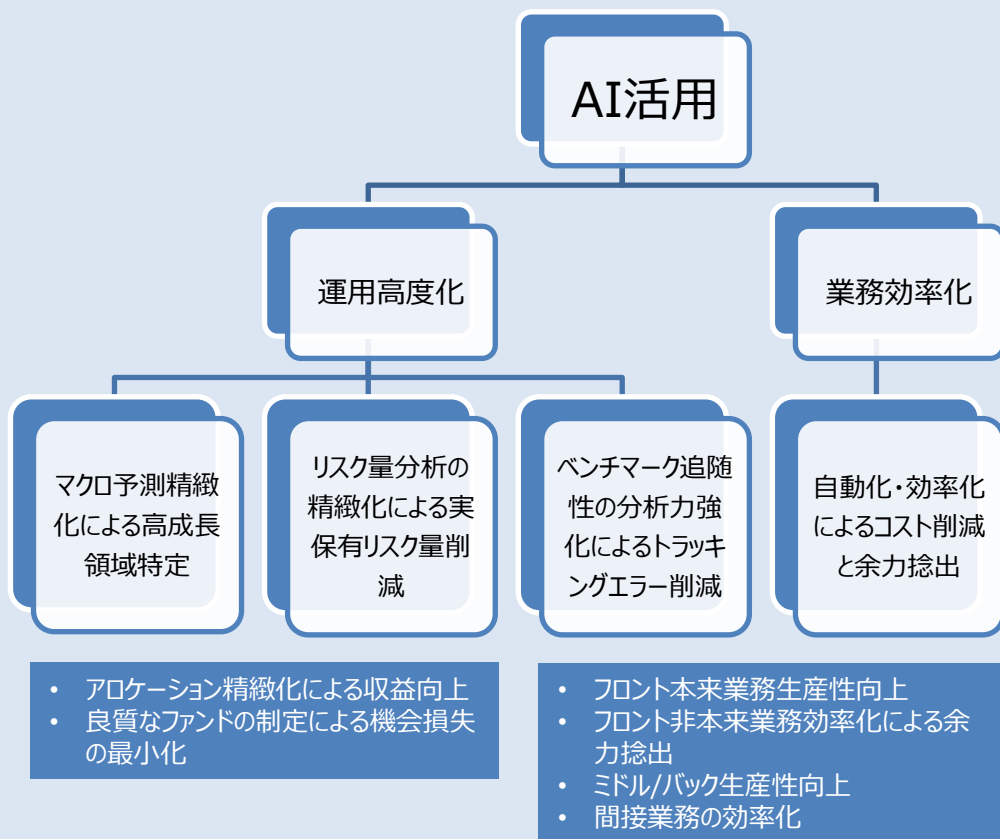
汎用型AI



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

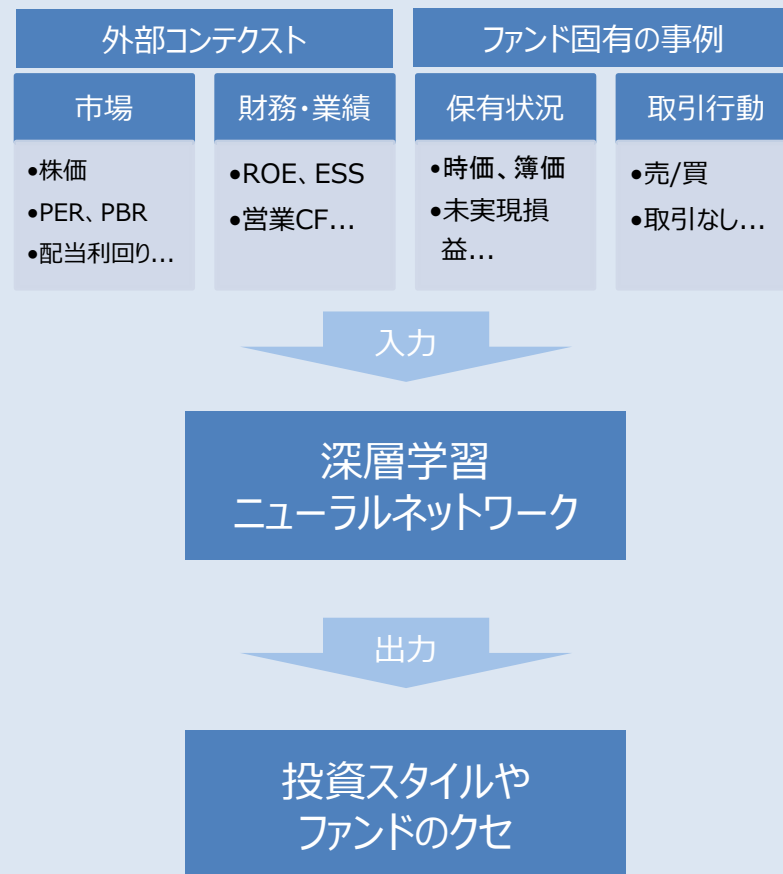
- 運用高度化と業務効率化がAI活用の両輪
- 生物の神経回路網（ニューラルネットワーク）を模した深層学習技術により、人間による明示的なプログラミングに頼ることなく、大量のデータを識別・分類する規則を訓練データの中から自動的に獲得することが可能

■ AI活用機会の概要



（出所） GPIF調査研究資料等より、みずほ総合研究所作成

■ 深層学習技術をファンド特性を探ることへの応用



（出所） GPIF調査研究資料等より、みずほ総合研究所作成

II-2. ステークホルダーに対する調査

中期計画に織り込むべきGPIFへの期待を調査

- II-1における外部環境の整理・分析を踏まえ、GPIFが中長期的に目指すべき姿について検討を行う
- GPIFの諸活動に知見を有する有識者および運用機関等にアンケート調査を実施し、これまでの取組に対する評価や今後に向けての期待等について意見を収集する
- 一部の運用機関に対しては別途ヒアリング調査を行うことで、重要な論点について深掘りし、中期計画の実現に向けて特に重要なポイントや対処すべき課題の抽出を図る

外部環境の整理・分析を踏まえ、有識者や運用機関のGPIFに対する今後の期待について調査

Webアンケート調査

有識者

運用委員会OB、各種資産運用委員会メンバー等、GPIFの業務に十分な知見をもつ有識者から選定

運用機関等

信託業界、投資顧問業界等のカテゴリから、代表的な企業等を選定

ヒアリング調査

Webアンケート調査の対象者（運用機関等）の中から、みずほ総合研究所が回答内容等を参考にヒアリング対象を選定。重点を置くべきポイントについて、より踏み込んだ調査を実施

目指すべき姿の実現に向けて、特に重要なポイントや対処すべき課題を抽出

II-2-1. 有識者向けアンケート調査結果

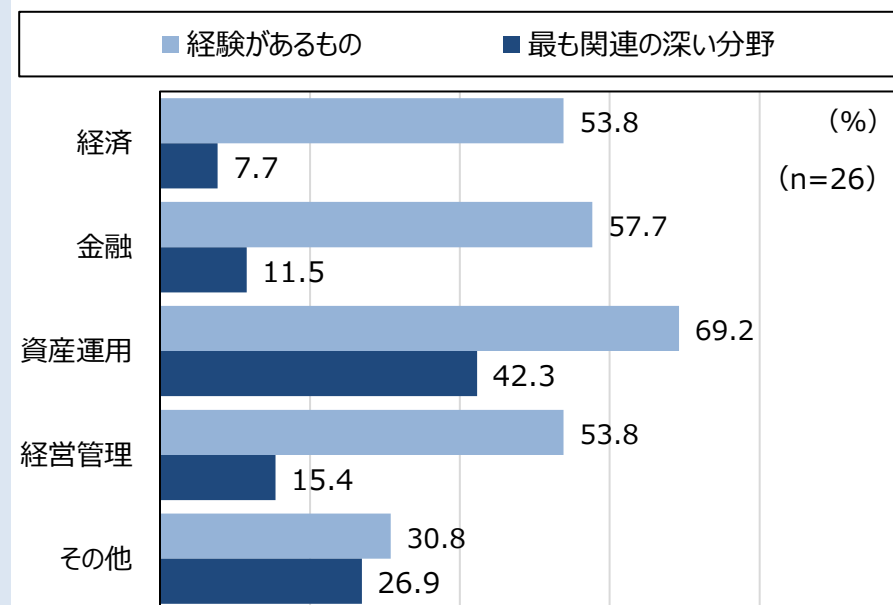
有識者向けアンケート調査概要

- ▶ 第1章において示した環境認識のもと、「ユニバーサル・オーナー」かつ「超長期投資家」としてのGPIFに何が期待されているのかを明らかにするため、GPIFの諸活動に知見を有する有識者向けにアンケート調査を実施した。
- ▶ 当該知見を有する有識者70名を選定したうえで、E-mailや書面を通じてWebでの回答を依頼し、28名から回答を得た（回収率は40.0%）。調査期間は、2019年7月30日～2019年8月13日までとした。
- ▶ 回答者の専門性について確認すると、「経済」、「金融」、「資産運用」、「経営管理」のそれぞれについて、経験があるとの回答が過半であった。特に「資産運用」については、（専門分野と）最も関連が深いとの回答が4割を超えていた。
- ▶ 本章では、当該アンケート調査の結果の概要について記していくこととする。

■ 有識者向けアンケート調査概要

調査名称	次期中期計画策定に資するアンケート調査（有識者対象）
調査対象	GPIFの諸活動に知見のある有識者
対象者数	70名
回収数	28名
回収率	40.0%
調査期間	2019年7月30日～2019年8月13日
調査方法	E-mailや書面で案内した上でのWebアンケート調査

■ 回答者の属性（専門性）



「その他」の属性：インベスターリレーション（IR）、研究開発、大学教員、年金財政運営、調査研究、コンサルティング、税制

有識者向けアンケート結果のサマリー①

1. これまでの取組・活動状況に対する評価について（p.39～41参照）

- GPIFによるこれまでの取組・活動状況についての全般的な評価を尋ねたところ、ほぼ100%の有識者が「大いに・概ね評価する」と回答した。また、取組別の評価を尋ねたところ、全ての項目において「大いに・概ね評価する」との回答が大半であった。
- とりわけ、「情報開示・透明性の向上」、「ESG投資への取組姿勢」、「スチュワードシップ活動への取組姿勢」を高く評価する見方が多く、GPIFによる積極的な情報開示やインベストメントチェーン改革、リーディングインベスターとしてのリーダーシップ等が有識者に好意的に受け止められているとみられる。

2. 年金積立金の運用における重点項目について（p.42参照）

- 年金積立金の運用において重視すべき項目について尋ねたところ、9割以上が「長期的な収益の確保」を「当てはまる項目」として挙げた。一方、「短期的な相場変動への対応」を「当てはまる項目」として挙げた有識者は1割程度にとどまった。
- こうした有識者の見解は、100年先を見据えて制度設計された年金財政の一翼を担う「超長期投資家」としてのGPIFの基本的な投資スタンスと整合的であると考えられる。

3. リスク管理について（p.43参照）

- GPIFのリスク管理の現状に対する評価を尋ねたところ、「大いに・概ね評価する」との回答が9割程度であった。
- 世界最大規模のアセットオーナーとして多額の資金運用を行う中で、基本ポートフォリオの資産構成を忠実に維持し、リスクを所定の範囲内となるようにコントロールできていることが、有識者に評価されていると考えられる。

4. オルタナティブ資産運用について（p.44参照）

- GPIFのオルタナティブ資産運用の割合（アンケート実施時点では積立金全体の0.3%程度）について有識者に尋ねたところ、「増やすべき」との回答が5割程度、「現状維持」との回答が3割程度であった。
- 現状の割合では分散効果を得られないとの見方がある一方で、そもそもオルタナティブ資産はGPIFの投資先として規模が小さすぎるとの見方もあり、当該資産の運用の拡大に向けては、いかに流動性を維持・確保するかが課題になると考えられる。

有識者向けアンケート結果のサマリー②

5. スチュワードシップ活動について（p.45～47参照）

- GPIFのスチュワードシップ活動に対する評価を尋ねたところ、「大いに・概ね評価する」との回答が9割以上であった。
- 2014年5月に日本版スチュワードシップ・コードを受け入れて以来、グローバルなイニシアチブへの参加や、運用受託機関へのスチュワードシップ活動の強化、企業・アセットオーナーフォーラムの開催等を通じて、日本のスチュワードシップ活動全体を牽引してきたことが、有識者の高い評価を受けていると考えられる。

6. ESG活動について（p.48～51参照）

- GPIFのESG活動に対する評価を有識者に尋ねたところ、「大いに・概ね評価する」との回答が9割程度であった。
- 投資原則の改訂（ESGを考慮した取組を全資産へ拡大）や、ESG活動報告の公表、PRI（責任投資原則）への署名等の取組を通じて、ユニバーサル・オーナーとして、投資リターンとともに社会リターン（社会課題の解決）の拡大を目指していることが、有識者に高く評価されていると考えられる。

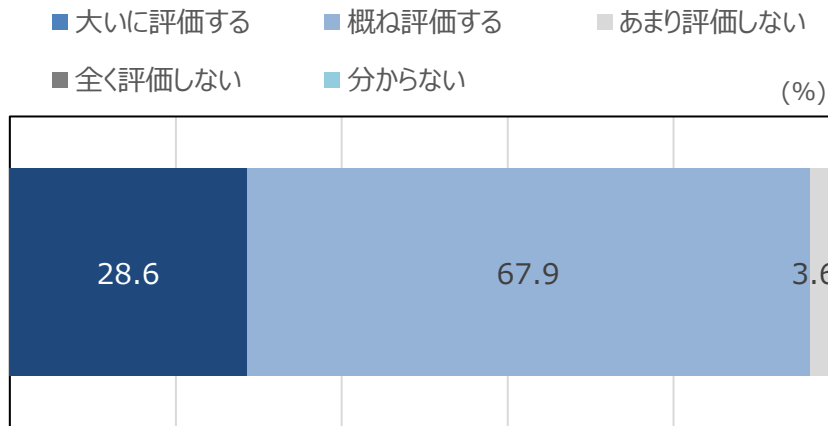
7. 効率的な運用体制について（p.52～53参照）

- GPIFの運営体制を検討するうえで重要な項目について尋ねたところ、およそ4分の3の有識者が、「専門的な人材の獲得」が「非常に重要である」と回答し、およそ半数が、「運用体制を支えるシステム関係の整備・充実」が「非常に重要である」と回答した。
- GPIFの運用コストは他の主要海外公的年金と比較して低水準（過去13年を通して0.04%）に抑えられているが、有識者の間には、運用の多様化・高度化を一段と進めていく必要がある中で、これに見合った高度専門人材の確保・育成等を一層進めるべきとの意見が多いと考えられる。

1. これまでの取組・活動状況に対する評価①：活動全般への評価

■ 全体を通じたGPIFの活動に対する評価

(n=28)



- ▶ GPIFの活動全般について尋ねたところ、「大いに・概ね評価する」との回答がほぼ100%であった。その理由としては、ESG投資やスチュワードシップ活動に対する取組や、情報開示の充実、リーディングインベスターとしてリーダーシップを発揮する姿勢等を挙げる意見が複数あった。
- ▶ 一方、活動全般を評価しつつも、報酬抑制に力点が行き過ぎている点や、年金制度との接続や投資の安全性等に関する説明が不十分である点を指摘する意見もあった。
- ▶ 評価しない理由として一部からは、基本ポートフォリオの策定プロセス、ESG活動の効果、長期的なリスクへの対処等が不明確であるとの指摘があった。

「大いに評価する」「概ね評価する」理由（抜粋）

高橋理事長、水野理事CIOが中心となってインベストメントチェーン改革に本気・本音で取り組んでいる点を大いに評価している。

ESG投資、スチュワードシップ活動などの取組が、結果としてマーケット全体の関心を高めることにつながっている。

情報開示が極めて優れていること、ESG指数評価機関に対してメソドロジーの公開を求めていることなど、企業行動の変化を促す取組が素晴らしい。

特に2010年頃までの、変わったことはやらないという姿勢から、**リーディングインベスターとして数々の分野でリーダーシップを発揮する姿勢**への大きな転換は評価できる。

ユニバーサルオーナーとして取り組むべき施策に取り組み、実際のアクションに移している。また、**情報開示を充実させていて説明責任を果たしている**。

低金利、リスクの増大の中、ほぼ予定通りの収益率を上げている。

詳細な情報開示、ESGやオルタナティブ等新たな事項への取組等、一定の評価ができる。一方で成功報酬の導入について、考え方は理解できるが、**報酬抑制に力点が行き過ぎているようにも感じる**。

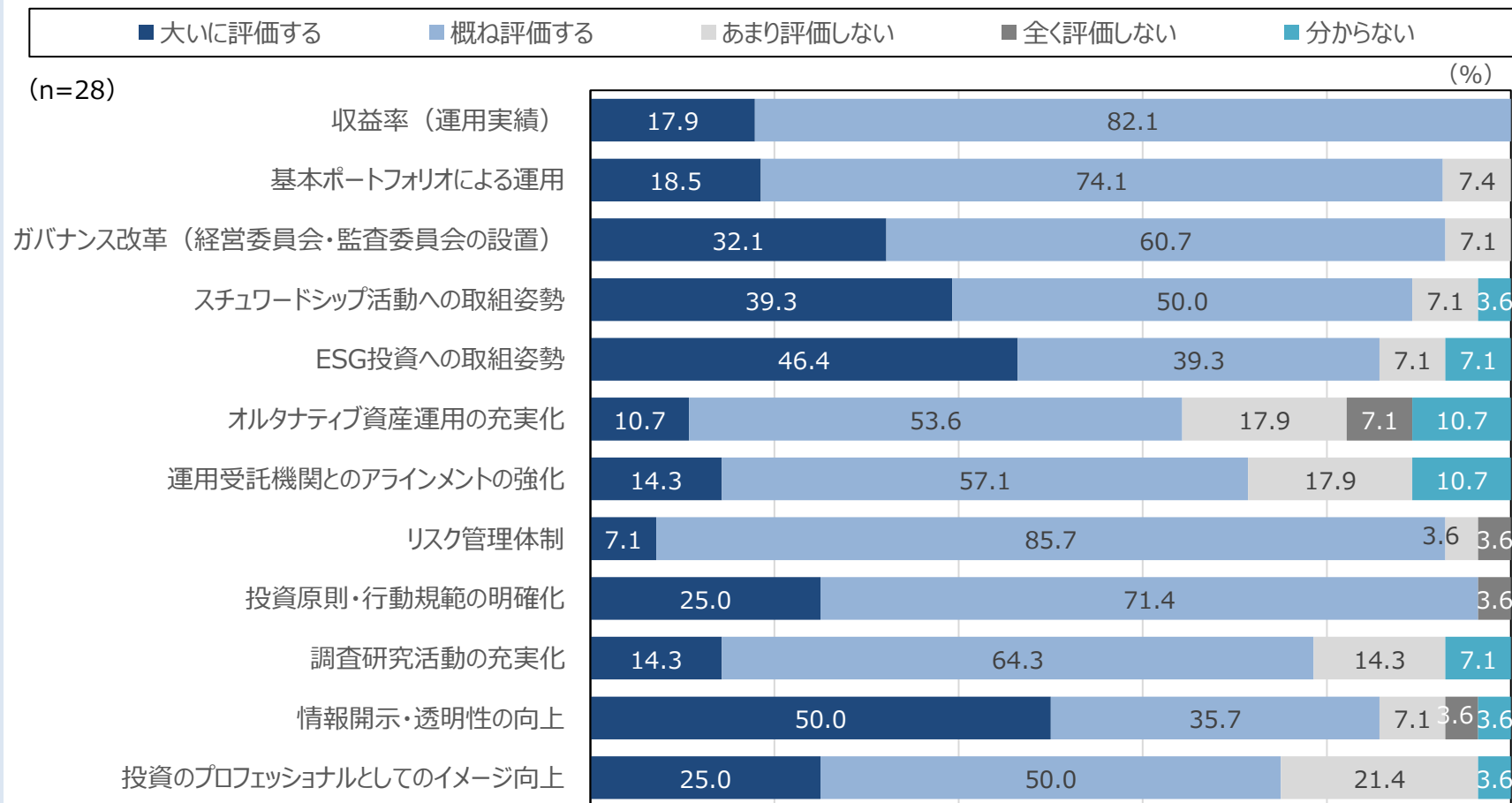
公的な投資機関としてESG投資などに積極的に取り組む等の姿勢は評価できるが、**年金制度との接続や投資の安全性等に関する説明は不十分**。

「あまり評価しない」「全く評価しない」理由（抜粋）

基本ポートの策定プロセスが評価できないこと、ESGという投資パフォーマンスに与える効果が明確でないものに注力していること、長期的なリスクへの対処が明確でないこと等。

1. これまでの取組・活動状況に対する評価②：取組別の評価

- GPIFの取組・活動状況について評価を尋ねたところ、ほとんどの項目において「大いに・概ね評価する」との見方が大勢を占めた。
- 中でも、情報開示・透明性の向上、ESG投資への取組姿勢、スチュワードシップ活動への取組姿勢、ガバナンス改革については、「大いに評価する」との回答割合が高かった。オルタナティブ資産運用の充実化については、「評価する」との見方が大層ではあったものの、「評価しない」との回答割合が4分の1と比較的高い結果となった。



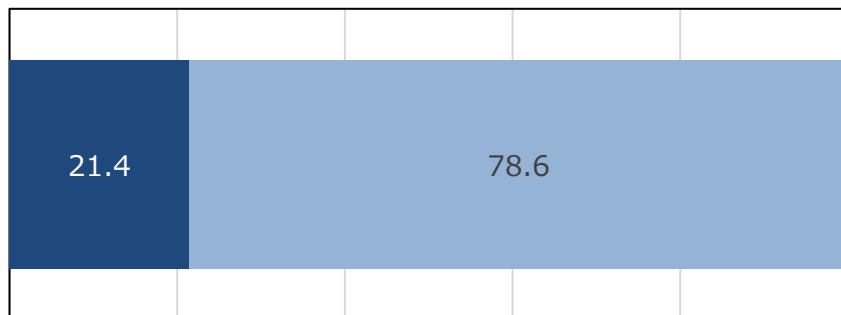
1. これまでの取組・活動状況に対する評価③：運用実績への評価

■ GPIFの運用実績に対する評価

(n=28)

■ 大いに評価する ■ 概ね評価する ■ あまり評価しない
■ 全く評価しない ■ 分からない

(%)



- GPIFの運用実績に対する評価を尋ねたところ、すべての回答者が「大いに・概ね評価する」と回答した。その理由としては、運用プロセスの高度化に向けた取組を進めている点や、財政検証上求められる運用利回りを達成している点、基本ポートフォリオに忠実な運営を実現してきた点等が挙げられていた。
- 一方、全体的には評価するものの、アクティブ運用の取組には更なる発展の余地があるとの意見や、ベンチマークとの乖離への定量評価を求める意見、また、市場環境が概ね良好であった中での実績であることに留意すべきといった慎重な見解もあった。

「大いに評価する」「概ね評価する」理由（抜粋）

運用実績そのものは、そもそも短期で評価すべきものではないが、**運用プロセスの高度化の取組**を含めて大いに評価している。

基本ポートフォリオの大幅な見直しにより、超低金利下でもある程度の利回り確保した。国内債券とは異なり、リスク性資産の場合にはより高度な資産管理が求められるが、利回りのさらなる向上を目指して様々な取組が行われている。

実現リターンとして**財政検証上の名目運用利回りを達成している**ため。また、超過リターンについても個別資産効果の観点でマイナスは生じさせていないとみられるため。

これだけの運用資産規模では、結局、各資産ではクローゼット・インデックスにならざるを得ないが、それでも**基本ポートフォリオに忠実な運用を実現してきたことを評価したい**。

株式等の運用残高を増加させるなど、ある程度のリスクを許容しながら収益を確保できているため。

厳しい運用環境の中で、18年間で年率2.87%の運用利回りは及第点。

近年の実績は方針通りに実行した結果であり、良いとも悪いとも言えない。企業年金と異なる資金特性を背景に、相対的に高いリスクをとる方針との姿勢は理解できる。

累積リターンとして（市場の追い風も受けて）評価できる水準。**アクティブ運用への取組については更なる発展の余地がある**。

累積で収益は上がっているものの、**ベンチマーク収益率との乖離が定量的にどの範囲に収まるべきと考えているか示されていない**ので、判断できない。

市場環境が概ね良好だったのでこのような結果になっている面が強いと思う。市場が逆風のときは逆の結果が出るように思われる。

2. 年金積立金の運用における重点項目

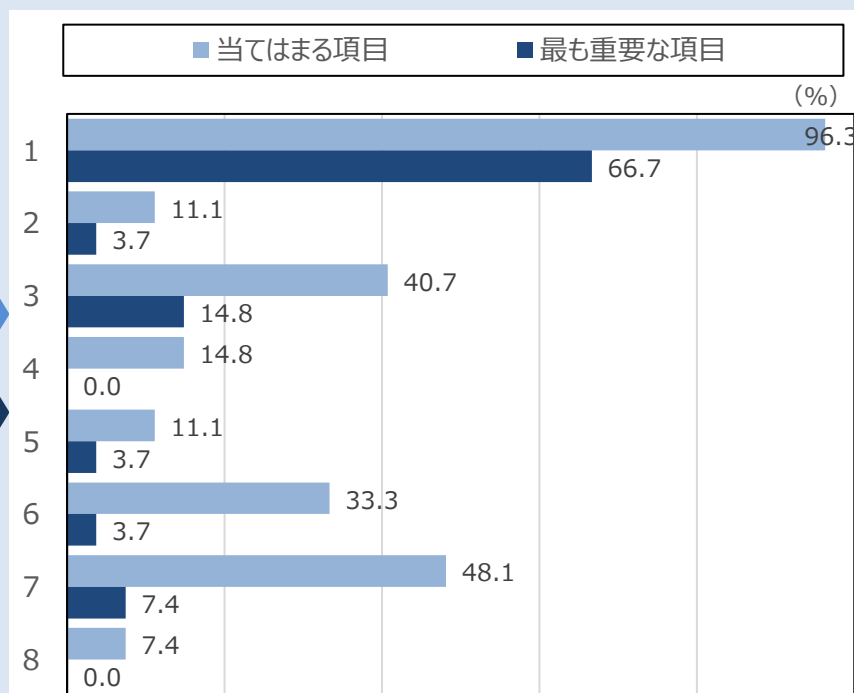
- ▶ 年金積立金の運用における重点項目として、「長期的な収益の確保」を挙げる回答は全体の9割を超えており、同項目を「最も重要な項目」とする回答も全体の3分の2となった。また、「ESG投資の推進」や「現状程度の収益率の維持」、「分散投資の推進」を重点項目とする回答はそれぞれ全体の3割～5割程度であった。
- ▶ 一方で、「短期的な相場変動への対応」や、「追加的なリスクテイクによる期待収益率の向上」、「下方リスクのさらなる抑制」を重点項目とする回答はそれぞれ全体の一割程度にとどまった。

■ GPIFが今後、年金積立金の運用を行っていくうえで重視すべき項目を選択（複数回答可）のうえ、うち最も重要と思われる項目を選択
(n=27)

連番	項目
1	長期的な収益の確保
2	短期的な相場変動への対応
3	現状程度の収益率（賃金上昇率＋1.7%）の維持
4	追加的なリスクテイクによる期待収益率の向上
5	下方リスクのさらなる抑制（期待収益率は低下）
6	不動産、プライベートエクイティ、インフラ投資等による分散投資の推進
7	ユニバーサル・オーナーとしてのESG投資の推進
8	その他

当てはまる項目

最も重要な項目



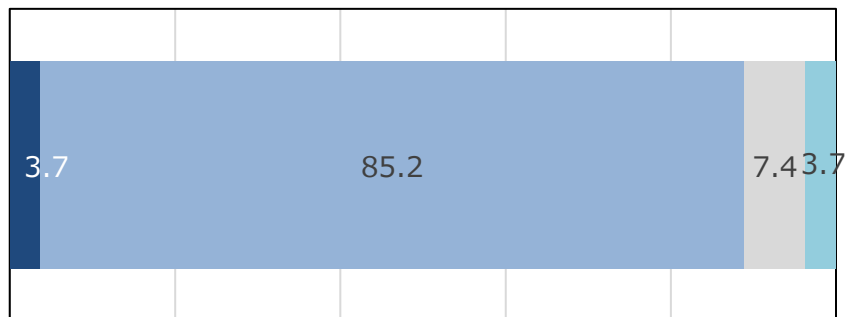
「その他」の回答： マーケット・インパクトに配慮した運用、日本が直面する長期的なリスクへの対応

3. リスク管理について

■ GPIFのリスク管理の現状に対する評価

(n=27)

■ 大いに評価する ■ 概ね評価する ■ あまり評価しない
■ 全く評価しない ■ 分からない (%)



- GPIFのリスク管理の現状については、「大いに・概ね評価する」との回答が9割程度を占めた。
- その理由としては、膨大な規模の資金運用のリスクをコントロールしていることや、基本ポートフォリオの資産構成を忠実に維持していること等が挙げられていた。
- 一方で、大枠では評価しつつも、リスク管理の目的の明確化や、基本方針の見直しに係る機動性の確保、スタッフ増加等による管理強化等の必要性を指摘する意見もあった。
- 評価しない理由としては、(業務概況書に) 具体的な対応や対策が定量的に示されていないといった意見や、日本のリスクを広範に想定した上で基本ポートフォリオを検討すべきといった意見があった。

「大いに評価する」「概ね評価する」理由（抜粋）

膨大な規模の資金運用を行っているが、所定の範囲内となるようリスクのコントロールを行っている。

基本方針を定め、運用していることをしっかり情報開示している点。

基本ポートフォリオの資産構成を忠実に維持しようとしている点を評価したい。

リスク管理における技術は駆使している。万が一のことが起きた時の説明責任を果たせるだけの材料はある。**リスク管理の目的を明確化し、実際の運用実務に落とし込んでいくところに更なる発展の余地がある。**

運用リスクの管理基本方針を作りこれに基づいてリスク管理を実行されているから。一方でこれも**絶えず見直しが必要と思われるが、その対応の機動性は不明である。**

項目を拝見するかぎり、「大いに評価」したいが、どのように機能しているか、業務概況書のみではわかりかねるため、「概ね評価する」とさせていただいた。

体制は整いつつあるが、資産規模対比で見ると、**更なるスタッフの増加等によるリスク管理強化が望まれる。**

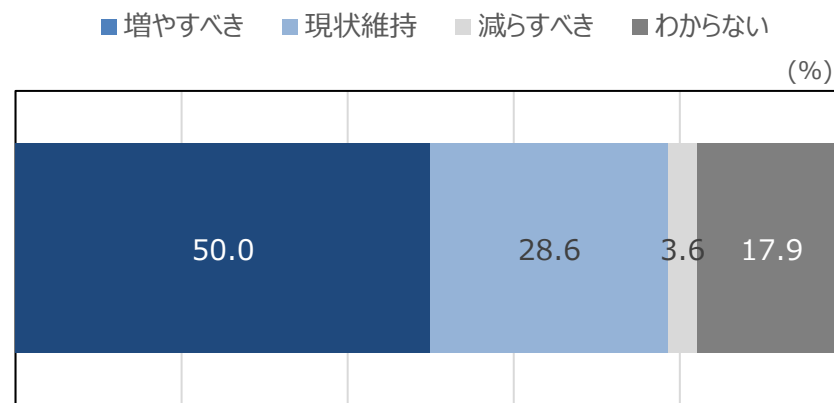
「あまり評価しない」「全く評価しない」理由（抜粋）

業務概況書からはリスク管理は行われているものの、**具体的な対応や対策が定量的に示されていない**ので、判断が難しい。

公的年金の役割を考えれば、**日本のリスクを広範に想定し、それに備えるための基本ポートを考えるべき**。日本の資産にバイアスのかかったポートの是非の評価でもある。

4. オルタナティブ資産運用について

■ GPIFのオルタナティブ資産運用の割合について (アンケート実施時点0.3%程度)



(n=28)

- GPIFのオルタナティブ資産運用の方針について尋ねたところ、アンケート実施時点の0.3%程度の保有割合から、「増やすべき」と回答が全体の半数となり、「現状維持」が30%程度、「減らすべき」が3%程度、「わからない」が20%弱となった。
- 「増やすべき」理由としては、アンケート実施時点の配分（0.3%程度）では、分散投資の観点から実効的な寄与を得られないといった趣旨の意見が多く、また一部からは、諸外国の公的年金と同様にリターン源泉の分散をさらに進めるべきとの意見もあった。
- 「現状維持」の理由としては、資金規模が膨大であるため、わずかな占有率の引き上げでも大きな市場インパクトに繋がりが得るといった流動性の確保に対する懸念が複数みられた。

「増やすべき」理由（抜粋）

分散投資をすすめる観点から0.3%は如何にも少なすぎる。

基本資産配分における目標値である5%程度が一つの目途だが、**0.3%のレベルだとコストのわりに経済効果が得られない**。

オルタナの分散投資には長期の時間分散が必須。GPIFはそれに資する。

GPIF全体への寄与を考えると、**現状よりも増やさない**と意義が乏しい。

現状程度の比率では実効的な寄与は乏しく、今後も継続するのであれば増やしてよいと考える。但し実際上は規模の制約が伝統資産よりも大きな分野であり、この観点からは判断が難しい。

分散投資の推進を図るには更なる拡大が必要。ただし、資産規模が大きいため、オルタナ等の拡大に制約があるのも理解できる。

諸外国の公的年金と同様にリターン源泉の分散をもっと進めるべき。

伝統的資産の国債が運用効率の悪い資産になっており、リスクを分散させる工夫が必要であるため。

「現状維持」の理由（抜粋）

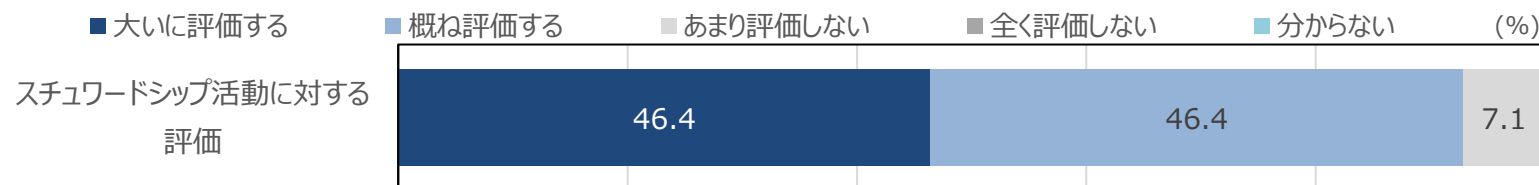
オルタナティブ投資の現時点での占有率は低位であるが、**GPIFの資金規模は膨大であるため、占有率をわずかに引き上げるだけでもオルタナティブ市場へのインパクトはかなり大きい**のではないかと。現時点でのオルタナティブ市場の規模はそれほど大きくはないため、流動性リスクは無視できない。

GPIFはじめ、各企業年金基金がオルタナティブ投資の比重を高めており、これ以上は市場を歪めかねないため。

カバー範囲の拡大に伴うリスク管理機能の低下。

5. スチュワードシップ活動について①：活動全般への評価

- GPIFのスチュワードシップ活動全般については、「大いに・概ね評価する」との回答が9割以上となった。
- 評価する項目としては、「市場全体の持続的・安定的な成長につながっていると考えるため」と「日本のスチュワードシップ活動における中心的な役割を果たすと考えるため」が6割程度、「運用受託機関におけるスチュワードシップ活動が積極的になったため」が5割、「企業における情報開示・対話姿勢が積極的になったため」が4割程度となっており、幅広い項目がポジティブな評価を受けている。
- 評価する項目のうち、「最も評価する項目」としては、「日本のスチュワードシップ活動における中心的な役割を果たすと考えるため」が4割程度、「市場全体の持続的・安定的な成長に繋がっていると考えるため」が3割強と、合わせて4分の3の回答を集めた。

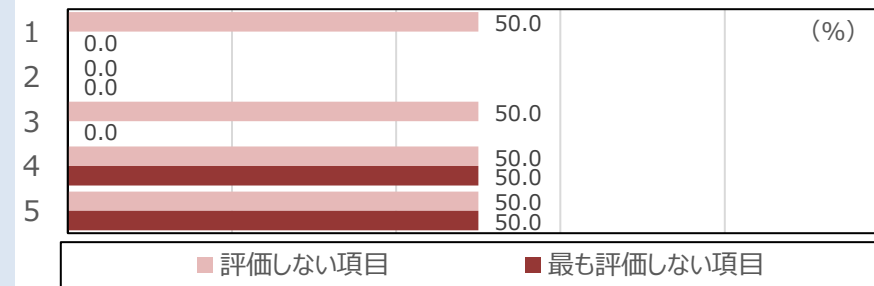
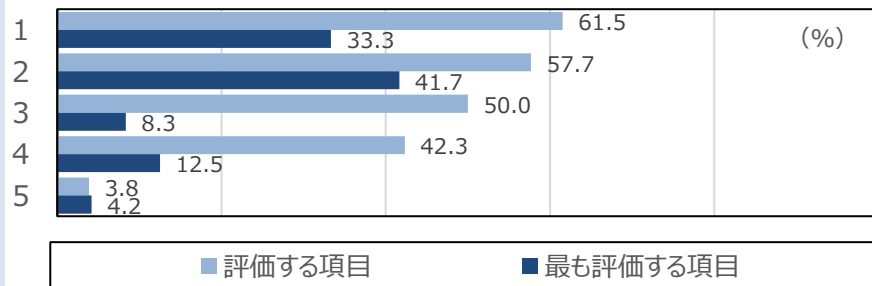


評価する

評価しない

連番	項目
1	GPIFの取組は市場全体の持続的・安定的な成長につながっていると考えるため
2	GPIFが日本のスチュワードシップ活動における中心的な役割を果たすと考えるため
3	運用受託機関におけるスチュワードシップ活動が積極的になったため
4	企業における情報開示・対話姿勢が積極的になったため
5	その他

連番	項目
1	スチュワードシップ活動の効果よりもコスト（対応費用等）の方が大きいと考えられるため
2	GPIFのスチュワードシップ活動はあまり認知されていないと考えるため
3	運用受託機関の行動変化には至っていないと考えるため
4	企業の行動変化には至っていないと考えるため
5	その他

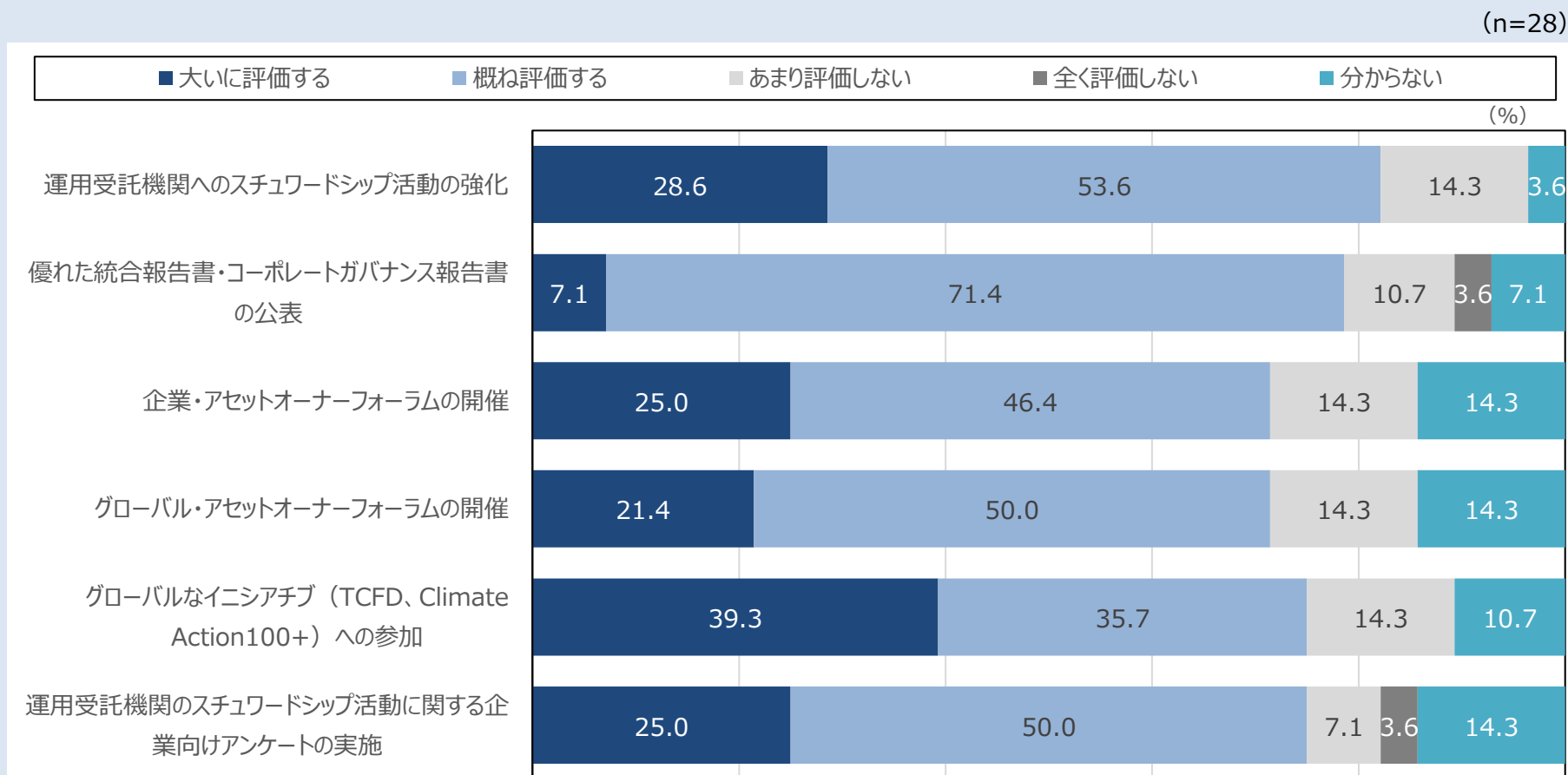


「その他」の回答：GPIFの取組が市場全体の成長につながることを期待するため。

「その他」の回答：提携先機関に偏りがある。

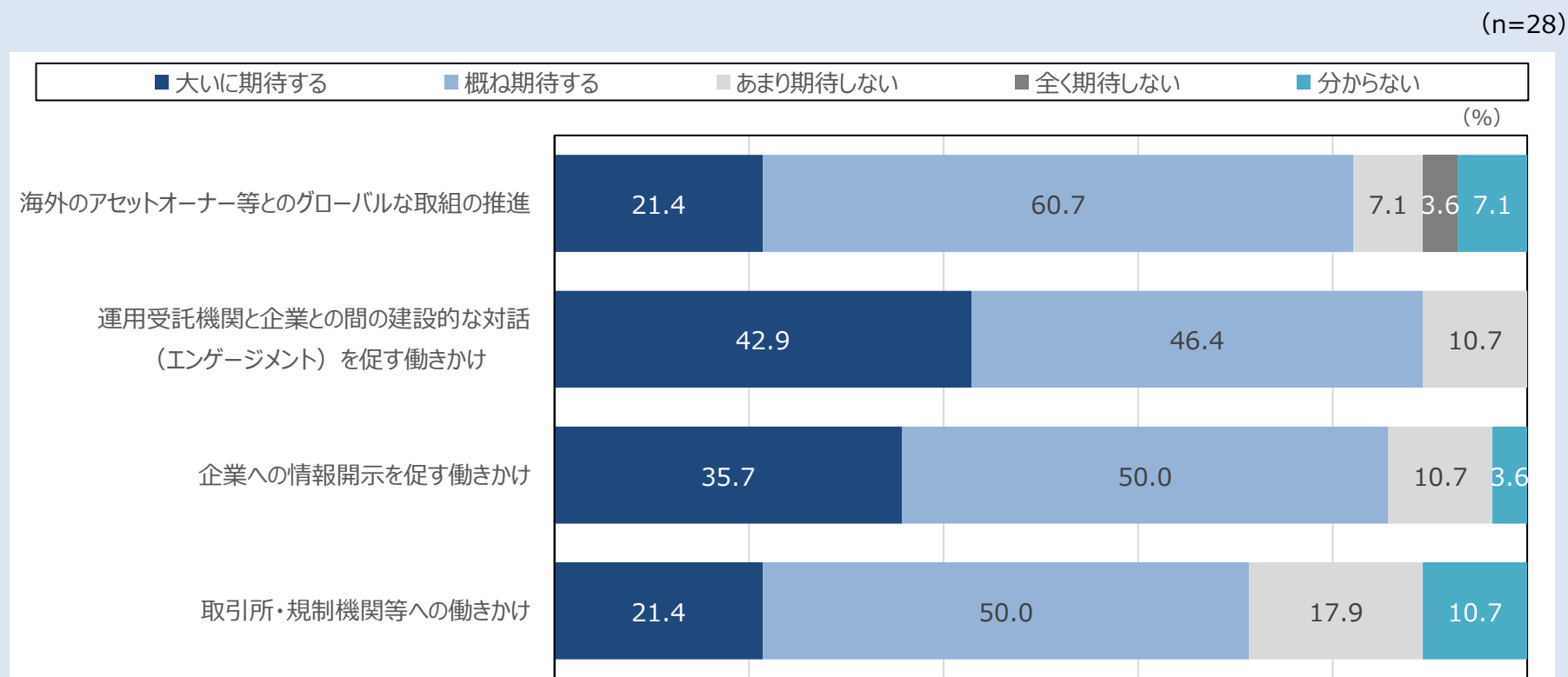
5. スチュワードシップ活動について②：項目別の評価

- ▶ GPIFのスチュワードシップ活動における各取組についての評価を尋ねたところ、全ての取組に対して7～8割が「大いに・概ね評価する」と回答した。
- ▶ とりわけ、「グローバルなイニシアチブ（TCFD、Climate Action100+）への参加」については、「大いに評価する」との回答が4割程度と、他の項目に比べて多かった。他方、「優れた統合報告書・コーポレートガバナンス報告書の公表」については、「大いに評価する」との回答が1割弱と、他の項目に比べて少ない結果となった。



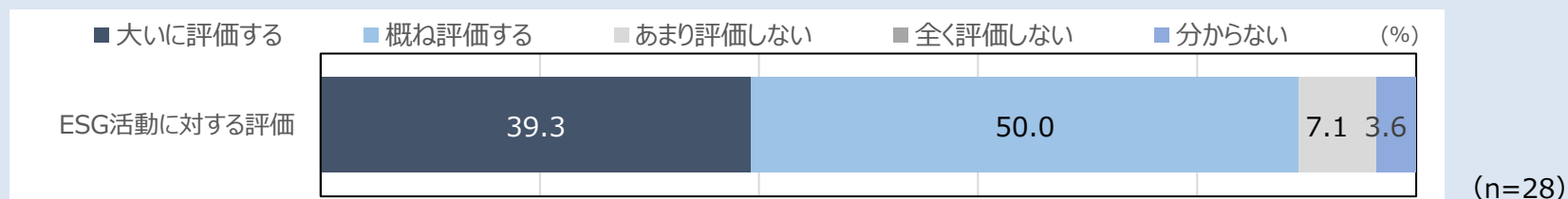
5. スチュワードシップ活動について③：今後期待する取組

- GPIFのスチュワードシップ活動に対して今後期待する度合いを尋ねたところ、全ての項目に対して7～9割が「大いに・概ね期待する」と回答した。
- とりわけ、「運用受託機関と企業との間の建設的な対話（エンゲージメント）を促す働きかけ」については、「大いに期待する」との回答が4割超と、他の項目と比べてやや多い結果となった。



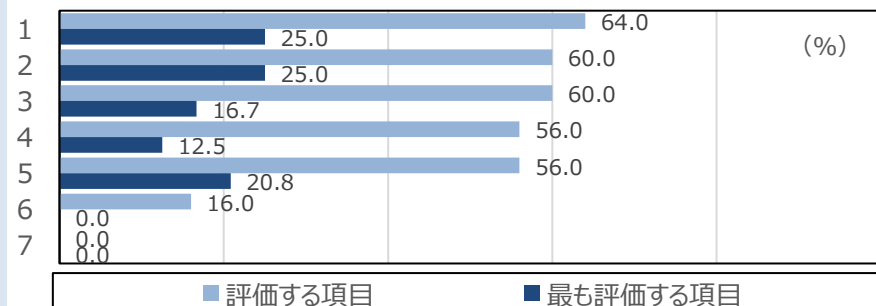
6. ESG活動について①：活動全般への評価

- ▶ これまでのGPIFのESG活動全般に対する評価を尋ねたところ、「大いに・概ね評価する」との回答が9割程度であった。
- ▶ 評価する理由としては、「負の外部性を最小化することは不可欠であるため」や「長期的なリターン向上に結び付くと考えられるため」、「ESG投資は長期的にリスク低減に結び付くと考えられるため」等の項目がそれぞれ6割程度の回答を集めた。



評価する

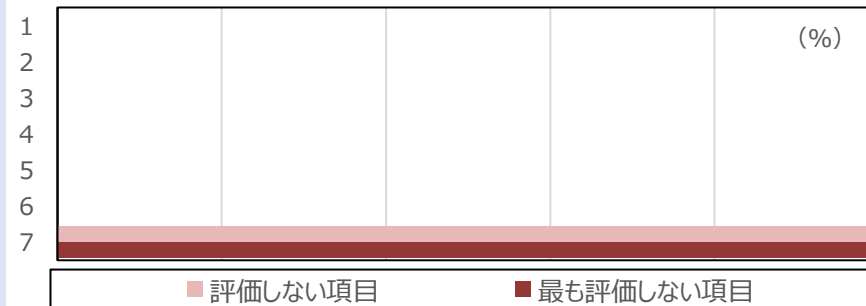
連番	項目
1	ユニバーサル・オーナーとして、負の外部性（環境問題等）を最小化することは不可欠であるため
2	ESG投資は長期的にリターン向上に結び付くと考えられるため
3	ESG投資は長期的にリスク低減に結び付くと考えられるため
4	企業の行動変化が期待できるため
5	社会的に意義があると考えられるため
6	被保険者（国民）のESG投資への理解が進んできたため
7	その他



「その他」の回答： なし

評価しない

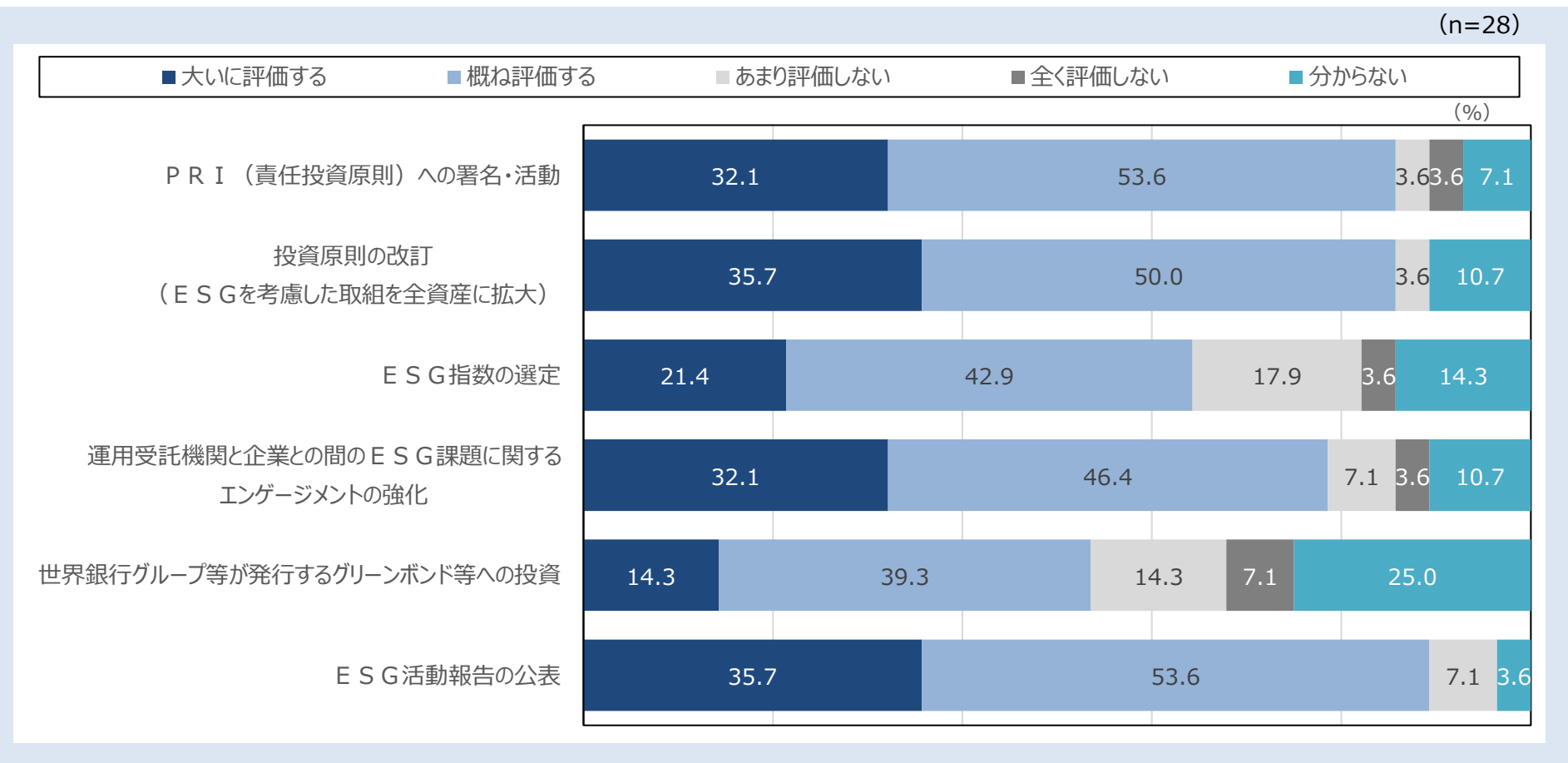
連番	項目
1	ESG投資はリターン向上に寄与しない（コストが大い）と考えられるため
2	ESG投資は長期的にリスク低減に結び付くとは考えられないため
3	ESG投資自体は意義があるが、GPIFの活動は不十分であり、一層の強化が必要と考えるため
4	企業の行動変化が期待できないため
5	社会的に意義があると考えられないため
6	被保険者（国民）のESG投資への理解が進んでいないため
7	その他



「その他」の回答： 現在のESG活動が表面的すぎる。/企業行動に対して影響があるため。

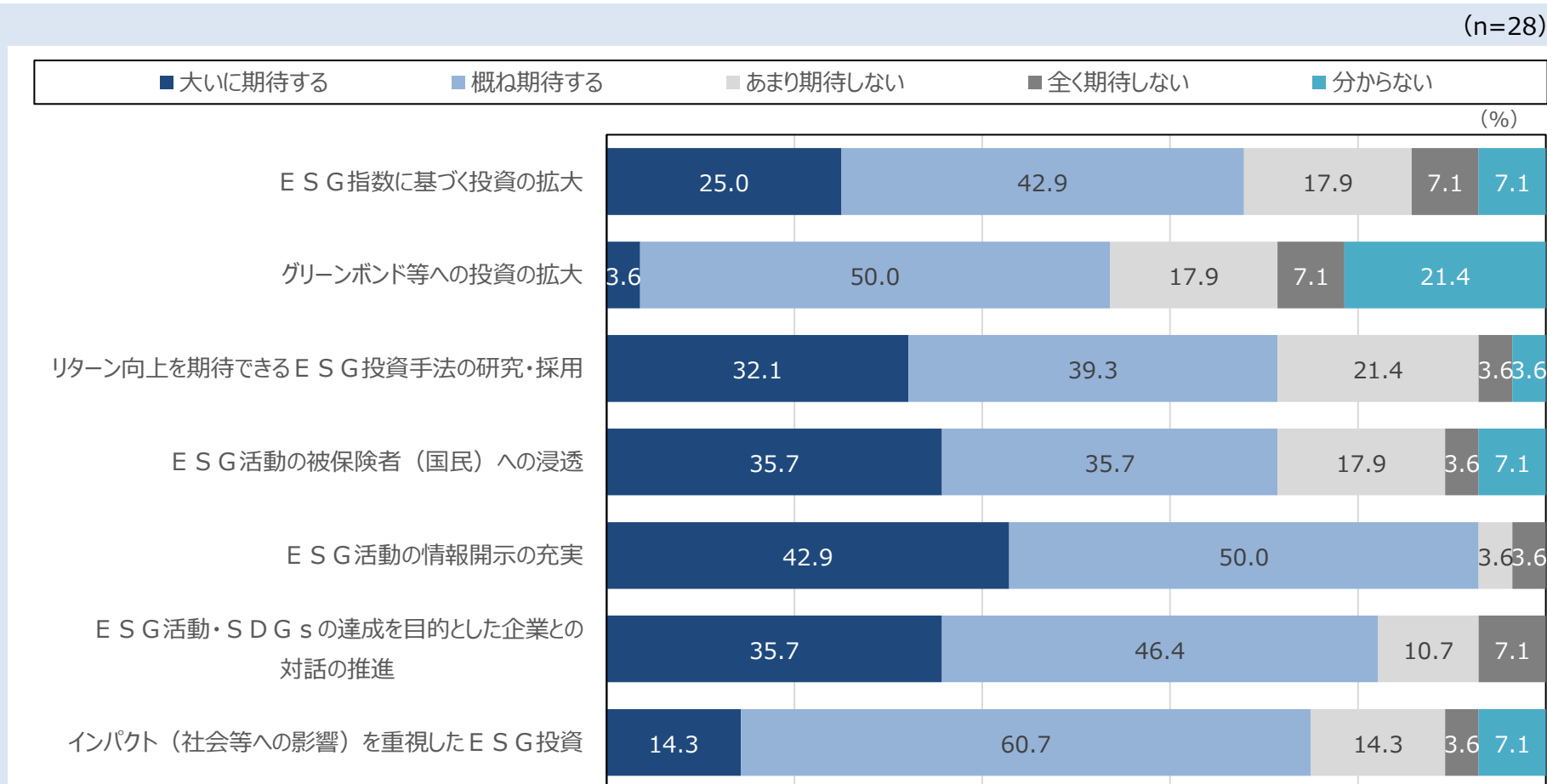
6. ESG活動について②：取組別の評価

- GPIFのESG活動に対する評価を取組別に尋ねたところ、「ESG活動報告の公表」に対しては9割程度が、「PRI（責任投資原則）への署名・活動」、および「ESGを考慮した取組を全資産に拡大」については8割以上が、「大いに・概ね評価する」と回答した。
- 他方、「世界銀行グループ等が発行するグリーンボンド等への投資」については「分からない」との回答が4分の1と、比較的多い結果となった。



6. ESG活動について③：今後期待する取組

- GPIFのESG活動において今後期待する取組について尋ねたところ、「ESG活動の情報開示の充実」については9割超が、「ESG活動・SDGsの達成を目的とした企業との対話の推進」については8割超が、「大いに・概ね期待する」と回答した。
- 他方、「大いに期待する」との回答割合は、「インパクト（社会等への影響）を重視したESG投資」や、「グリーンボンド等への投資の拡大」において、他の項目と比較して低い結果となった。



6. ESG活動について④：具体的な意見

- GPIFのESG活動に対する要望を自由記述形式で尋ねたところ、プレゼンスの拡大を背景に、同活動に対する社会的な関心が高まっている点を評価する意見や、さらなるリーダーシップの発揮を求める意見があった一方で、ESG活動の定義そのものが曖昧である点や（ESG活動が）リターンと両立しない可能性がある点、評価機関が乱立しており相互の関連性も乏しい点等を指摘する意見もあった。

✓ ESG活動の推進に関する意見

日本におけるESG活動は欧米と比べて消極的であると言われてきたが、最近では**GPIFのプレゼンスの拡大もあり、日本においてもESG活動に対する関心が高まってきた**と感じる。引き続き、**社会に向けての発信**も含めて活動を行っていただきたい。

投資リターンの尺度等の高度化、それに基づくESG投資、企業活動の取組強化に向けた**リーダーシップの発揮**。

多くの日本企業や投資機関のESGへの取組は表面的で流行を追っているだけ。もっと独創的な取組を促すべき。

スチュワードシップと同様、GPIFは資金規模の点でインセンティブを有し、かつ行為に対する影響力も大きいので、今後の活動に期待する。あくまで投資の一環である以上、投資としての合理性（コスト負担等を含めて）を維持することが原則であるが、公的資金であることから、幅広い支持を得られるのであればこの点を最優先としない部分（投資効率以外の政策目的等）を持つことも検討しても良いのではないかと。ただしこの場合、その時々への偏向した政治的意図に影響されないための原則とルールが必須。

ESG活動の定義そのものがまだ曖昧であるように思われる。思いの方向性は良いと思うが、その実務としての具体化について、GPIFに精力的に検討していただきたい。

✓ 収益性に関する意見

ESG活動とリターンとは両立しないのではないかと。

主目的は、被保険者のための長期的な収益の確保。ESG活動の取組はその達成の取組のひとつとして重要であるが、両者の位置は逆転すべき（ESG活動等ありき）ではない。

✓ 企業活動に関する意見

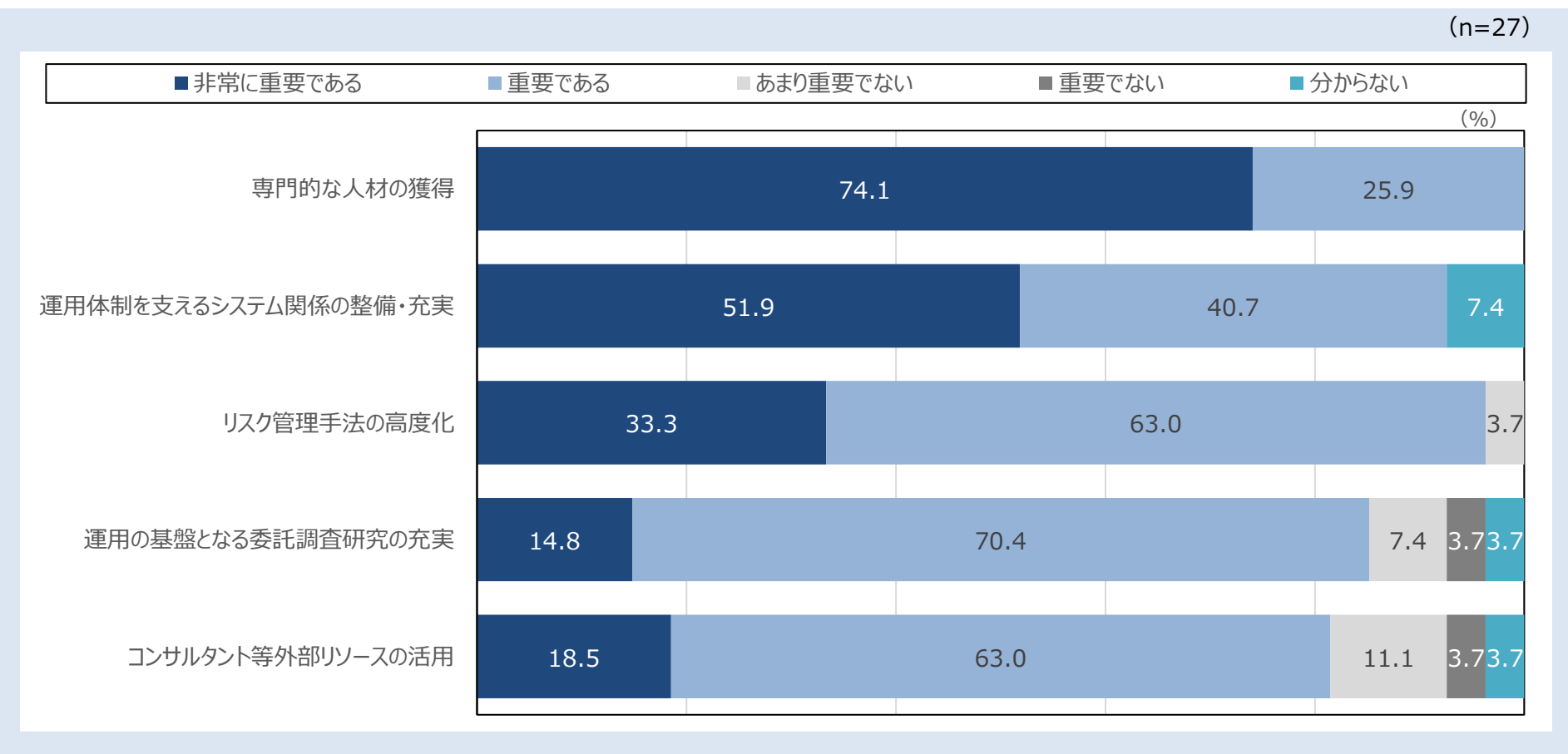
ESG評価機関について調査研究として採りあげることにより、評価機関のレーティング手法の透明性や組織のガバナンスなどを評価する仕組みを検討してほしい。**あまりにも評価機関が乱立しておりかつ相互の関連性も乏しいため企業として対応に苦慮している。**

GPIFのESG活動が企業経営に直接的な影響を与えないように配慮していただきたい。

企業は事業活動の中でどのようにESG/SDGsを取り組むかではなく、今後のESG/SDGs環境の機会とリスクの中でどのように企業価値を最大化するかを考えるように仕向けるべきではないでしょうか。

7. 効率的な運用体制について①：項目別・重要性の見解

- GPIFの今後の運営体制の在り方を検討するうえで重要となる項目について尋ねたところ、全項目で、「非常に重要である・重要である」との回答割合が8割を超えた。
- とりわけ「専門的な人材の獲得」については、約4分の3が「非常に重要である」と回答した。また、「運用体制を支えるシステム関連の整備・充実」を「非常に重要である」とする回答も全体の半数を超えていた。



7. 効率的な運用体制について②：具体的な意見

- 効率的な運営体制の構築に向けた具体的な意見を自由記述形式で尋ねたところ、低コストでの運営にこだわりすぎることなく、必要なところ（人材等）には適切にコストを配分していくべきといった趣旨の意見が複数みられた。

✓ コストに関する意見

低コストばかりを重視するのではなく、必要なコストはかけてよいと考えます。日本は金融資産大国であり、その活用は国力を高める一つの鍵と思います。国家運営への影響を考えながら、様々な分野をリードすることを期待しています。

運用コストの低いことが「安かろう、悪かろう」になっていないかどうか、**常に考え行動すべき**である。

運用機関の**アクティブ投資の充実化に向けた適切なコストの配分**。

報酬体系が海外に比べ抑制されているので、現在のところ運用コストが低く抑えられているが、この上昇圧力は常にあると思います。しかし海外のようなレベルにならないように努力してほしい。公共意識のある専門家を育ててほしい。

費用対効果を意識されたい。

✓ その他の意見

そろそろ自家運用を認める時期に来ていると考える。

これだけ巨大な資産運用の場合、リスク管理といっても限界がある。リスク管理についてはもうかなりの水準にあり、別の課題に注力すべきではないか。

長期的な運用のためには、これを支える**優秀な人材の長期的な育成とリテインが最重要**。人材育成、**特に若手の育成に力を入れて欲しい**。海外の年金と比べるとまだこの点は改善の余地が大きいと考える。

II-2-2. 運用機関向けアンケート調査結果

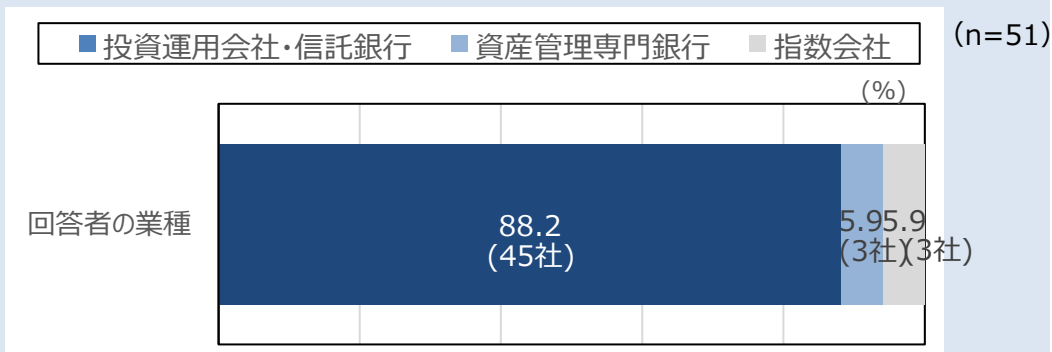
運用機関向けアンケート調査概要

- ▶ GPIFを取り巻く外部環境や運用・運営の在り方に関する課題を明らかにするとともに、GPIFに対する期待を確認する観点から、GPIFの主要なステークホルダーである運用機関等を対象にアンケート調査を実施した。
- ▶ 回答者の業種は、「投資運用会社・信託銀行」が最も高い割合（88.2%:45社）となっており、次いで「資産管理専門銀行」（5.9%:3社）、「指数会社」（5.9%:3社）となった。
- ▶ 「投資運用会社・信託銀行」のうち、GPIFの運用受託の有無については、「受託している」が71.1%（32社）、「過去に受託していたが現在は受託していない」が15.6%（7社）、「これまで受託したことはない」が13.3%（6社）であった。

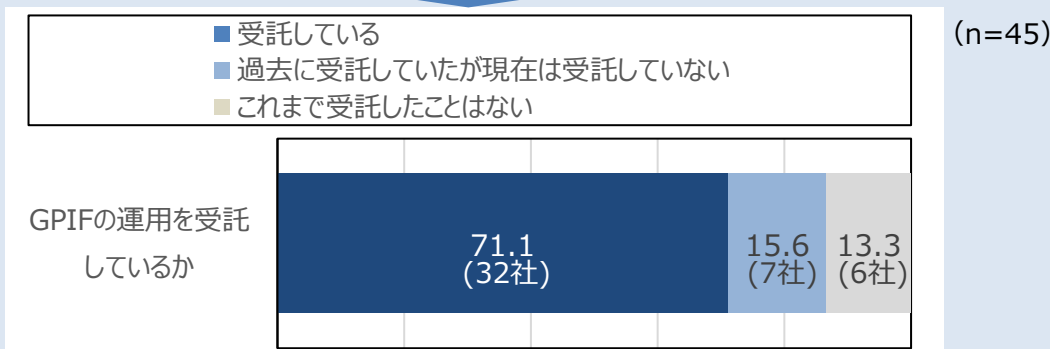
■ 調査概要

調査名称	次期中期計画策定に資するアンケート調査（運用機関等対象）
対象者	資産運用等に関わる法人 ①投資運用会社・信託銀行 ②資産管理専門銀行 ③指数会社
対象者数	66法人（①58法人、②4法人、③4法人）
回収数	51法人（①45法人、②3法人、③3法人）
回収率	77.3%
調査期間	2019年9月13日～9月27日
調査方法	E-mailで案内した上でのWebアンケート調査

■ 回答者の属性



投資運用会社・信託銀行



運用機関向けアンケート結果サマリー①

1.これまでの取組・活動状況に対する評価について（p.59～60参照）

- アンケートに回答した運用機関等の大半は、GPIFのこれまでの様々な取組・活動状況を全般的に評価している。
- 取組別の評価では、なかでも、「ESG投資」や「スチュワードシップ活動」への取組姿勢を「大いに評価」する見方が多い。気候変動を始めとする社会課題の顕在化がグローバルに進展し、ESG投資の重要性が世界的に高まっていることを踏まえ、GPIFが近年、そうした取組に注力していることを資産運用関係者が評価していると考えられる。
- このほか、GPIFの運営に関し、「情報開示・透明性の向上」への取組を「大いに評価」する運用機関が多い。資産運用をGPIFから受託する運用機関にとっては、GPIFが重視する取組の目的や方向性等を理解することが不可欠であり、業務概況書やESG活動報告、スチュワードシップ活動報告等、GPIFが情報発信を積極的に推進、強化していることが、高い評価につながった一因であると推察される。

2.オルタナティブ資産運用について（p.61～62参照）

- オルタナティブ資産（不動産、プライベート・エクイティ、インフラストラクチャー）の運用については、回答者の6割強が運用を「増やすべき」とし、さらに「増やすべき」と回答したうちの6割が、「増加ペースをもっと早めるべき」と回答した。こうした回答の理由としては、ポートフォリオの分散効果による安定的なリターンを確保するとの趣旨の意見が多い。他方、オルタナティブ資産の流動性の低さや市場規模を踏まえ、運用を「現状維持」、「減らすべき」との意見もあった。
- GPIFにおけるオルタナティブ資産投資の運用体制については、「人員数・専門性ともに十分とは言えない」との回答が全体の約2割を占めた。これも含め、人員数が十分でないとの回答は全体の5割強、専門性が十分でないとの回答は同2割強を占めた。
- GPIFでは、運用の効率性の向上及び年金財政の安定を目的として、2017年度より分散効果が期待できるオルタナティブ資産の充実を図っているものの、アンケート実施時点では、全資産に占めるオルタナティブ資産の割合は0.3%程度に止まっている。「ポートフォリオ全体に与える効果が限られる」、「伝統的資産（国内外の株式・債券）では十分なαの獲得が困難であるなか、オルタナティブ資産への投資を拡大することでリターン向上への寄与が期待できる」といった意見が運用機関から寄せられており、多くの運用機関が、GPIFが体制面も含めオルタナティブ資産運用を強化することで、リターン向上にむけた機会の損失の回避を望んでいると考えられる。

運用機関向けアンケート結果サマリー②

3. スチュワードシップ活動について（p.63～66参照）

- GPIFのスチュワードシップ活動全般については、「大いに・概ね評価する」との回答が全体の98%を占めた。また、回答者の9割以上が、GPIFのスチュワードシップ活動の趣旨・目的を「市場全体の持続的・安定的な成長を促すこと」と認識している。
- GPIFのスチュワードシップ活動で得られた効果としては、「運用受託機関におけるスチュワードシップ活動の積極化」、「企業における情報開示や対話姿勢の積極化」が多くの回答者から指摘された。その一方で、運用受託機関等がスチュワードシップ活動を行う上での課題として、投資先企業に活動の意義が十分に浸透していない、投資先企業の情報開示や対話姿勢が十分ではないことが挙げられた。GPIFのこれまでの取組が一定の成果をあげつつも、運用受託機関と投資先企業とで、スチュワードシップ活動の重要性の理解に開きが生じている可能性があると考えられる。
- 運用受託機関等の多くは、GPIFの今後のスチュワードシップ活動への期待として、企業の情報開示の促進はもとより、投資先企業の企業価値向上・持続的成長、国内市場・経済全体の持続的成長を挙げている。GPIFには、アセットオーナーとして、運用受託機関が投資先企業へのエンゲージメントを通して企業行動の改善・向上を促すことを後押ししつつ、インベストメントチェーン・市場全体を底上げしていくことが期待されていると考えられる。

4. ESG活動について（p.67～70参照）

- GPIFのESG活動全般については、「大いに・概ね評価する」との回答が全体の98%を占めた。多くの回答者が、GPIFのESG投資の趣旨・目的として、「ESG投資による長期的リスクの低減」、「企業の行動変化による投資先企業の価値向上」を挙げている。
- ESG投資を行う上での課題として、多くの運用受託機関等が「企業のESG投資に関する情報開示が不十分」、「ESG投資の適切な評価が確立できていない」点を挙げている。
- GPIFのESG活動について、ESG投資の効果測定方法やリターン向上を期待できるESG投資手法の研究、ESG投資手法の拡大を強く期待する回答者が多い。世界最大規模の超長期投資家であるGPIFが、ESG重視の姿勢を長期・継続的に示しつつ、ESG投資の意義・目的的理解の向上とESG投資の効果出現を促していくことが期待されていると考えられる。

運用機関向けアンケート結果サマリー③

5.運用受託機関とのアラインメント強化について（p.71～74参照）

- GPIFによる運用受託機関とのアラインメント強化への取組全般については、「評価する」との見方が全体の66.6%を占めた一方、「評価しない」との見方も25.5%となった。個別の取組でみると、運用ガイドラインの見直し（新たな運用手法・商品の導入等）、複数年契約の導入は「大いに評価する」との回答が全体の6割程度を占めた一方、新実績連動報酬体系の導入は、全体の35.5%が「あまり・全く評価しない」と回答しており、取組全体の評価を押し下げた一因となった。目標を上回ればそれに応じた報酬が得られる制度は理解しつつも、スチュワードシップ活動等も含めたコストに対し基本報酬の水準が低いこと等が、低い評価の理由として指摘されている。
- GPIFがステークホルダー（国民、運用受託機関等、投資先企業）に対して行う取組の重要性について、「GPIFの目指す長期的なビジョンの提示（ビジョンの共有）」、「運用受託機関等の適切な評価と報酬水準の設定」、「運用受託機関と投資先企業の建設的な対話の促進」を「非常に重要である」と回答した割合は、それぞれ約7割前後に達した。運用受託機関としては、アセットオーナーであるGPIFが目指す方向性や考え方を共有・理解しつつ、スチュワードシップ活動やESG投資を推進し、GPIFの期待に応えていくことを望んでいると推察される。

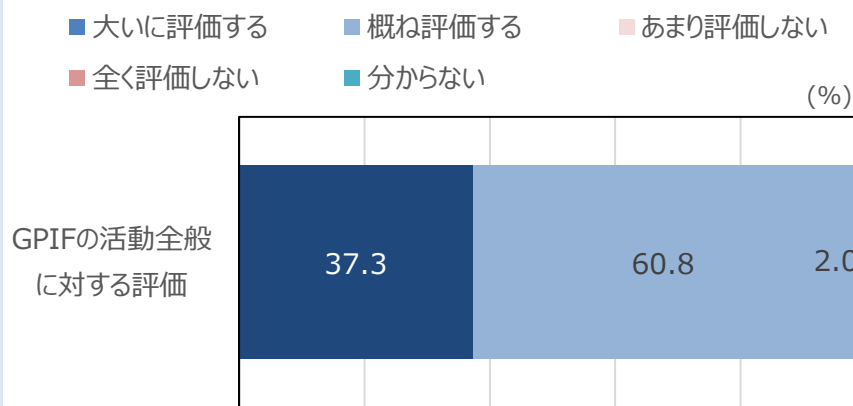
6.運営体制について（p.75～76参照）

- GPIFの今後の運営体制の在り方を検討する上で重要な項目としては、「専門的な人材の獲得」、「運用体制を支えるシステム関係の整備・充実」を「非常に重要である」と回答した割合は6割超となった。また、「データ管理組織の充実・高度化」、「リスク管理手法の高度化」も、「非常に重要である」との回答が6割弱と高い水準であった。
- 効率的な運営体制の構築に向けた具体的な意見としても、専門人材の拡充やリスク管理体制の高度化などを求める意見があった。GPIFは、世界最大規模の超長期投資家である一方で、海外のアセットオーナーと比較してスリムな体制で組織運営を行っていることが、専門的人材の拡充をはじめとする体制の強化が強く期待される背景になっていると考えられる。

1.これまでの取組・活動状況に対する評価①：活動全般への評価

■全体を通じたGPIFの活動に対する評価

(n=51)



- GPIFの活動全般について尋ねたところ、「大いに評価する」、「概ね評価する」との回答がほぼ100%であった。その理由として、ユニバーサル・オーナー・超長期の投資家として、市場全体の改善・向上に主体的に取り組んでいる点や、情報開示の充実性、透明性等を評価する意見がみられた。
- 一方、活動全般を評価しつつも、低い報酬水準や、効果が得られるまでに時間・費用を要する取組（スチュワードシップ活動など）を評価する仕組み作りといった点を課題に挙げる意見もみられた。

「大いに評価する」「概ね評価する」理由（抜粋）

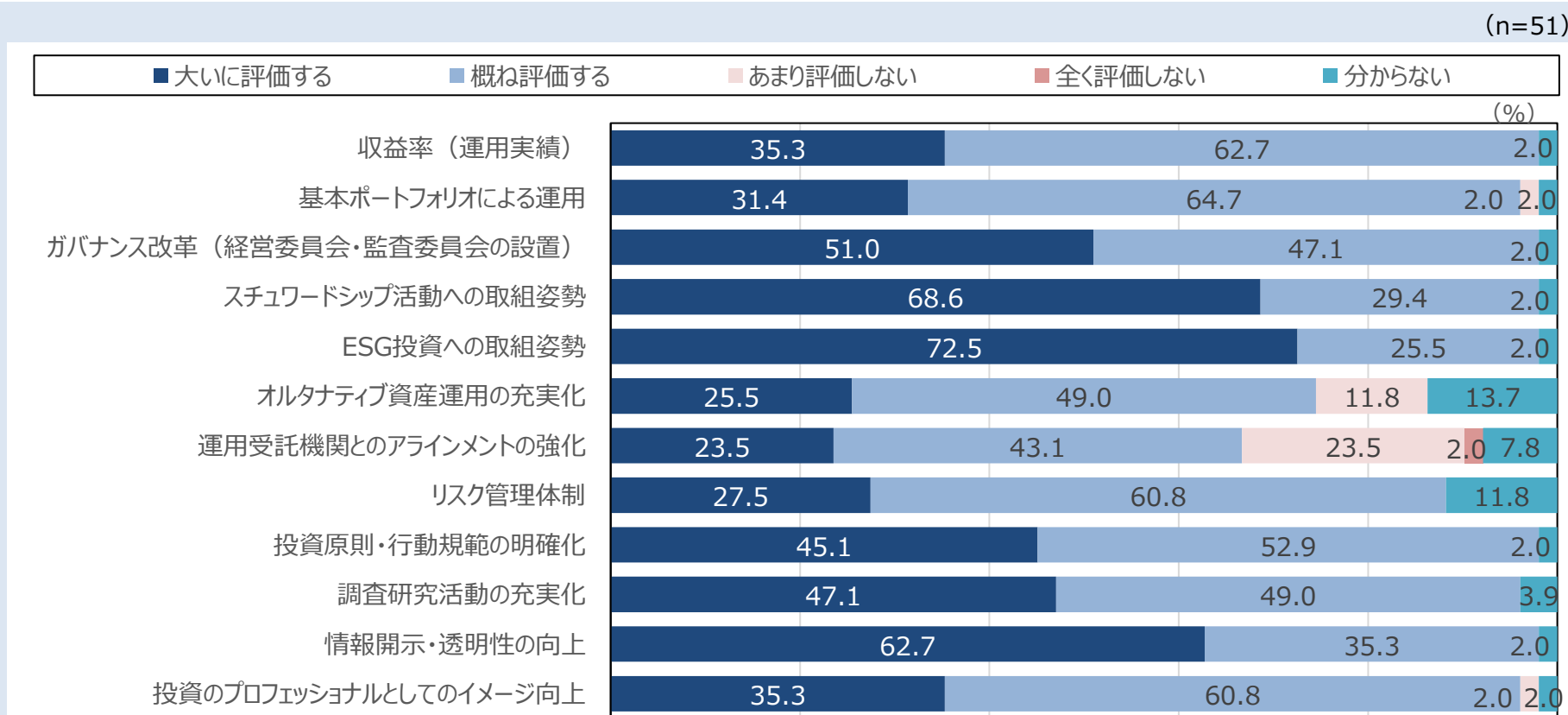
世界最大のアセットオーナーとして、**インベストメントチェーン全体の改善・向上に主体的に取り組まれていることを評価している**。日本におけるESG投資の浸透は、貴法人の活動及び実投資によるところが大きいと考えている。また、ここ数年の**ガバナンス改革、情報開示・発信の拡充についても、受益者（国民）全体に対するアカウンタビリティの向上に資する取組として評価している【運用・受】**

情報開示と透明性が多くの情報発信により飛躍的に高まった。ユニバーサルオーナーとしての超長期的視点からの意義の有る取組みの効果が表れるまでは、エンゲージメントなど運用会社等への負担が先行する部分があり、短期的評価を避けるなどの仕組みを期待したい【運用・受】

目指す方向性が明確になり、また、それを都度明確に述べられているので良い。実績連動報酬制自体には異論はないし、新実績連動報酬の理念は理解できるが、**運用以外に付帯するクライアントサービスなども含めたサービス全体への報酬の考え方や、ベースfeeの水準の決め方は再考の余地あり**と考える。これによって、海外の優秀なマネジャーが応募しなくなつては（実際にそれが起きている）、年金福祉事業団時代と同様の状況に陥ってしまうのではないかと懸念している【運用・受】

1.これまでの取組・活動状況に対する評価②：取組別の評価

- GPIFの取組・活動状況について評価を尋ねたところ、ほとんどの項目において「大いに評価する」、「概ね評価する」との見方が大勢を占めている。中でも、「ESG投資への取組姿勢」、「スチュワードシップ活動への取組姿勢」、「情報開示・透明性の向上」については、「大いに評価する」との回答割合が高い。他方、「運用受託機関とのアラインメントの強化」については、「評価する」との見方が過半だが、「評価しない」との回答割合が25.5%と比較的高い。
- すべての項目について、有識者向けアンケートの結果よりも「大いに評価する」との回答割合が高い。とりわけ、「調査研究活動の充実化」について、有識者向けアンケートでは「大いに評価する」との回答割合は14.3%であり、比較的高い結果となった。



2.オルタナティブ資産運用①：運用資産の規模・増加ペース

- GPIFのオルタナティブ資産運用の現状を踏まえ、今後の方向性について尋ねたところ、64.7%が「増やすべき」と回答し、「減らすべき」との回答割合は2.0%であった。
- 「増やすべき」との回答のうち、60.6%が「もっとペースを早めるべき」、33.3%が「現状程度のペースを維持すべき」との回答であった。
- 有識者向けアンケートでは「増やすべき」との回答が50.0%であり、運用機関の方がオルタナティブ資産運用に対して前向きな傾向がうかがえる。
- 「増やすべき」と回答した理由は、ポートフォリオの分散効果による安定的なリターン確保という趣旨の意見があった。また、「現状維持」、「減らすべき」と回答した理由には、オルタナティブ市場のマーケット規模が小さいことやオルタナティブ資産の流動性を懸念する意見があった。



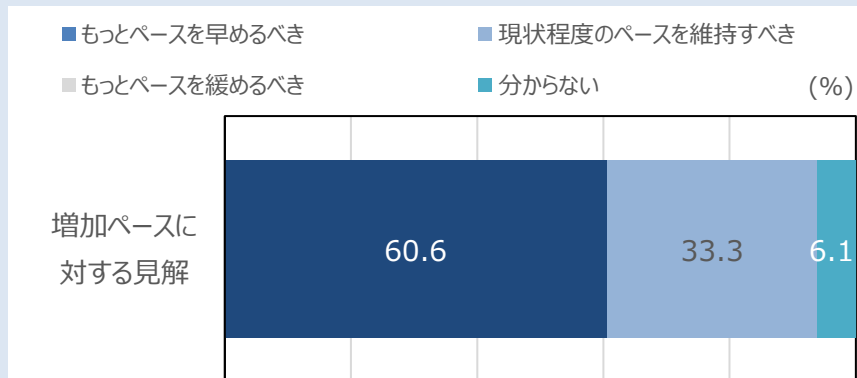
✓「増やすべき」理由（抜粋）

伝統的資産クラスに於いて十分なαの獲得が難しくなっておりリターン向上への寄与が期待できる、また、**証券市場との非（低）相関な資産クラスの一定割合の導入によりポートフォリオのリスク分散を図れる**【運用・受】

5%ではポートフォリオ全体に与える効果が限られるので、海外の事例を見ても将来的には20%程度を上限にし、ペースと配分の引上げにより全体に好影響をもたらすことが望ましいと考えられる【運用・受】

特に長期投資と親和性が高く、資産クラス毎に戦略、地域等の**分散を適切に図ることで、長期的に魅力的なリスク・リターン特性を獲得**することが期待できる【運用・受】

増やすべき



✓「現状維持」の理由（抜粋）

貴法人の資産規模、**オルタナティブ資産は一般的に流動性に難があること**に鑑み、現状の水準が適切ではないか考える【運用・受】

オルタナティブ資産に対するインパクトを考慮すると現状維持が望ましい【運用・受】

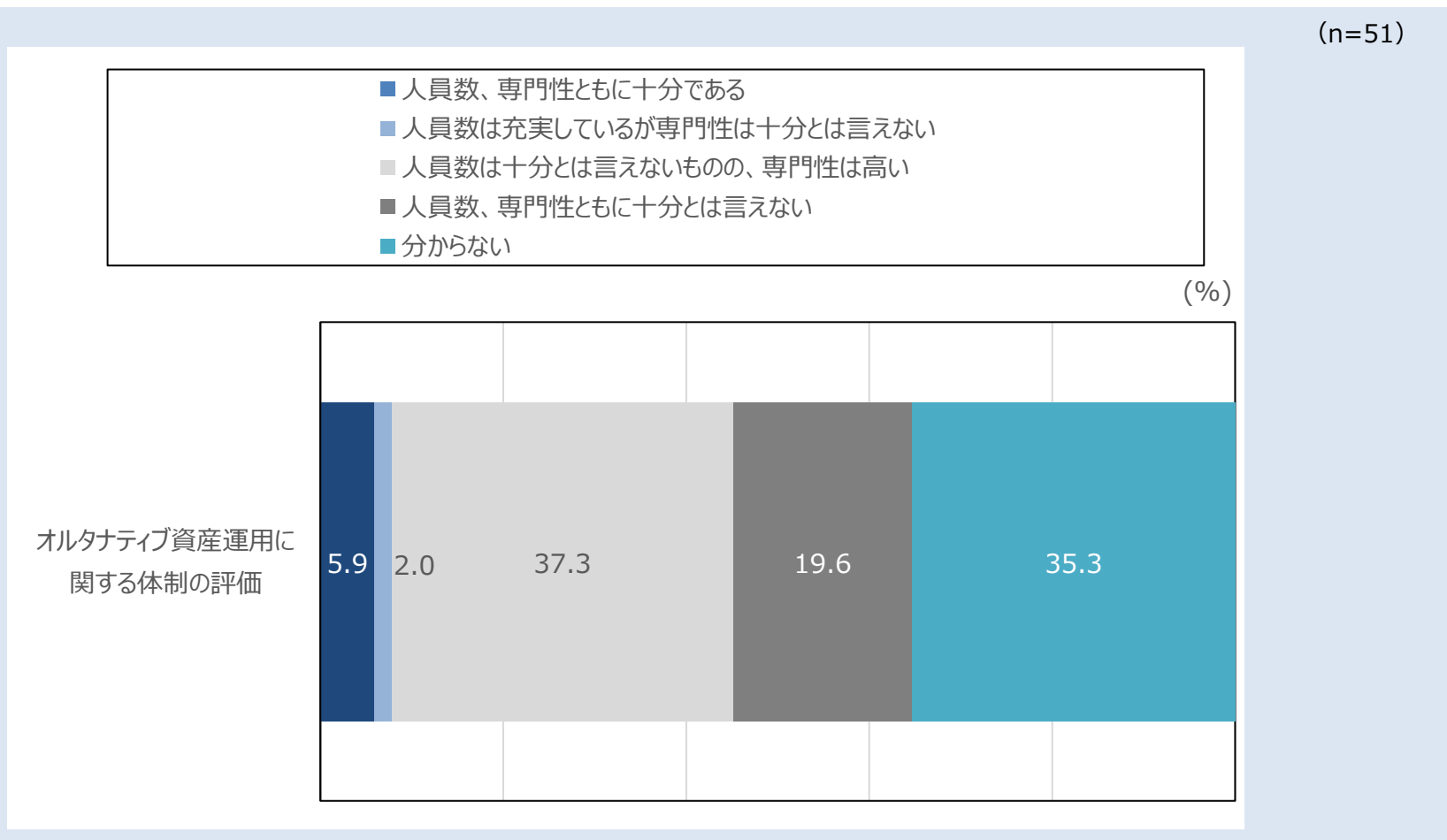
同時並行でモニタリング体制の強化を推進することも求められるため、慎重に取り組むべき【運用・受】

✓「減らすべき」理由（抜粋）

伝統資産と比較した際の**オルタナティブ市場のマーケット規模が小さい**ため【運用・受】

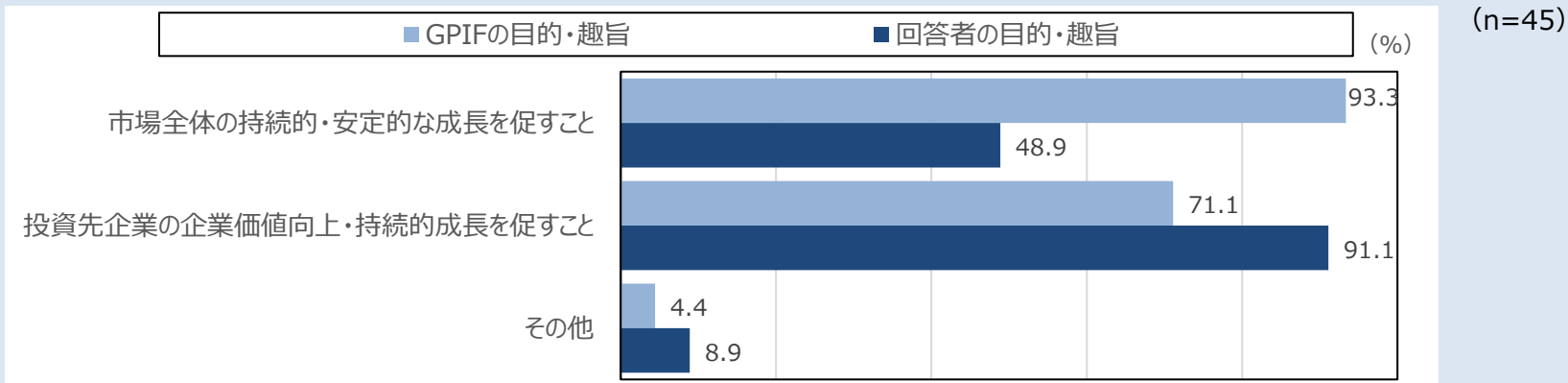
2.オルタナティブ資産運用②：運用体制の評価

- GPIFにおけるオルタナティブ資産投資の運用体制について現状の評価を尋ねたところ、「人員数は十分とは言えないものの、専門性は高い」と評価する回答割合が37.3%と最も高かった。一方で、19.6%の回答者が「人員数、専門性ともに十分とは言えない」と評価している。



3.スチュワードシップ活動①：活動の目的・趣旨に関する認識

- GPIFのスチュワードシップ活動の目的・趣旨と回答者のスチュワードシップ活動の目的・趣旨について、投資運用会社と信託銀行に尋ねたところ、「GPIFの目的・趣旨」は「市場全体の持続的・安定的な成長を促すこと」が最も高い結果となった（93.3%）。
- 一方、「回答者の目的・趣旨」については、「投資先企業の企業価値向上・持続的成長を促すこと」が最も高かった（91.1%）。



その他の回答

GPIFの目的・趣旨：

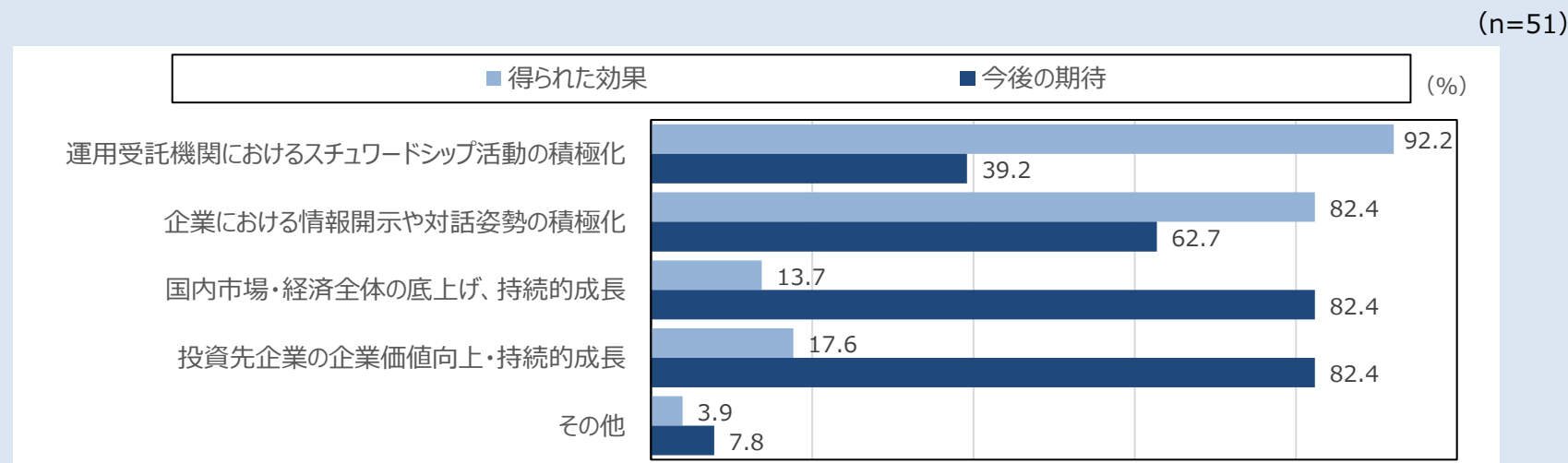
- ✓ 選択肢に加えて運用機関により取組みを促すとともに、アセットオーナーと市場全体の底上げの結果をシェアするリーダーであり続けてきた
- ✓ 被保険者の為に中長期的な投資収益の拡大を図る事を目的として、インベストメントチェーン全体を活性化させること

回答者の目的・趣旨：

- ✓ エンゲージメントや議決権行使を通じて個々の企業の行動を改善させ、市場の水準を高めること
- ✓ 投資先企業やその事業環境等を深く理解し、建設的な「目的を持った対話」等を通じて、投資先企業の企業価値の向上や持続的成長に貢献し、お客様の中長期的な投資リターンの拡大を目指すこと
- ✓ 投資企業のダウンサイドを抑制するリスクマネジメント

3.スチュワードシップ活動②：得られた効果と今後の期待

- GPIFのこれまでのスチュワードシップ活動を通じて得られた効果と今後の期待について尋ねたところ、得られた効果については「運用受託機関におけるスチュワードシップ活動の積極化」（92.2%）、「企業における情報開示や対話姿勢の積極化」（82.4%）との回答が多かった。
- 今後の期待については、「国内市場・経済全体の底上げ、持続的成長」（82.4%）、「投資先企業の企業価値向上・持続的成長」（82.4%）との回答が多かった。



その他の回答

得られた効果：

- ✓ 金融グループにおける商業銀行業務と資産運用業務の利益相反排除に向けた意識の高まり

今後の期待：

- ✓ 他のアセットオーナーへの取組みを促すこと・啓蒙

3. スチュワードシップ活動③：課題とGPIFへの期待

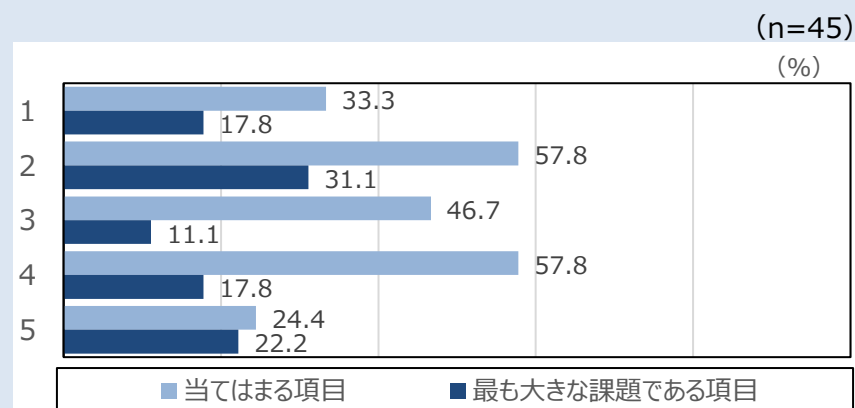
- ▶ スチュワードシップ活動における課題について投資運用会社と信託銀行に尋ねたところ、「スチュワードシップ活動の意義についての理解が投資先企業に十分に浸透していない」との回答が57.8%となり、同項目を「最も重要な項目」とする回答割合は31.1%と最も高かった。また、「投資先企業の情報開示が不十分」との回答割合も57.8%と高かった。
- ▶ こうした課題を解決するためのGPIFの役割について期待する項目を投資運用会社と信託銀行に尋ねたところ、すべての項目で「大いに・概ね期待する」が8割以上となった。とりわけ、「企業への情報開示を促す働きかけ」については「大いに期待する」との回答割合が比較的高かった。

- 投資運用会社・信託銀行がスチュワードシップ活動を行っていくうえで課題となる項目を選択（複数回答可）のうえ、うち最も大きな課題となる項目を選択

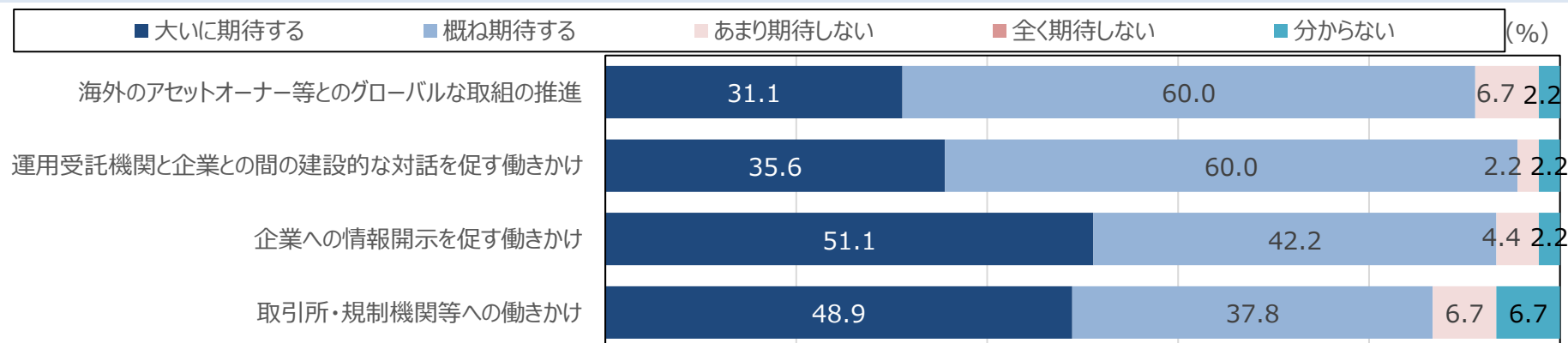
連番	項目
1	スチュワードシップ活動の効果よりもコスト（対応費用等）の方が大きい
2	スチュワードシップ活動の意義についての理解が投資先企業に十分に浸透していない
3	投資先企業の対話姿勢が不十分
4	投資先企業の情報開示が不十分
5	その他

当てはまる項目

最も重要な項目



- 上記の課題を解決する上でGPIFに期待する役割



3.スチュワードシップ活動④： GPIFへの要望

- ▶ GPIFのスチュワードシップ活動について要望を自由記述形式で尋ねたところ、同活動の意義や目的に関する国民やアセットオーナーへの啓蒙活動を求める意見や、同活動に関するGPIFの評価の視点・切り口等の明示を求める意見がみられた。また、同活動の円滑化に向けた環境づくり（適切な報酬水準の設定を含む）への期待も寄せられた。

✓ スチュワードシップ活動に関する啓蒙活動に関する意見

貴法人の、最も重要であるステークホルダーである国民に広くスチュワードシップ活動の意義と目的を理解いただくことが、本活動の持続性を高めるために不可欠であるとする。広く国民に向けた活動アピールを期待【運用・受】

市場全体の底上げを図るなか、今後は「横の連携」、インベストメントチェーンの川上にいるアセットオーナーへの啓発、働きかけをより積極的にお願いしたい。先進的なGPIFの取組みについて、アセットオーナー向けセミナー等を開催し、ノウハウをシェアしてほしい。海外やしかるべき会合での動向を、国内アセットオーナーに情報還元してほしい【運用・受】

✓ スチュワードシップ活動に関する評価に関する意見

運用機関におけるスチュワードシップ活動に対する評価の視点（体系）について、より明示頂けるとありがたい【運用・受】

現在の活動を継続されることが、日本企業の改革にとって重要と考えている。投資先企業からの意見収集なども意義の高いものである。同時に、スチュワードシップ活動の評価、特に評価の優劣の評価については、慎重な意見表明を期待する。毎年の評価であるのか、中長期的な評価であるのかの区分など、多面的な議論をさせていただきたい【運用・受】

スチュワードシップ活動の結果をパフォーマンスの観点からどう評価するかは課題の一つだと思います。パッシブ運用であれば、ダイベストメントすることなく長期に渡り、ウォッチすることができるため、御法人として当活動の自己評価の切り口と検証結果をどう示されていくかが、より一層のステーク・ホルダー全般にとっての意識の向上に繋がるのではないかと【運用】

✓ 環境づくり（適切な報酬水準を含む）に関する意見

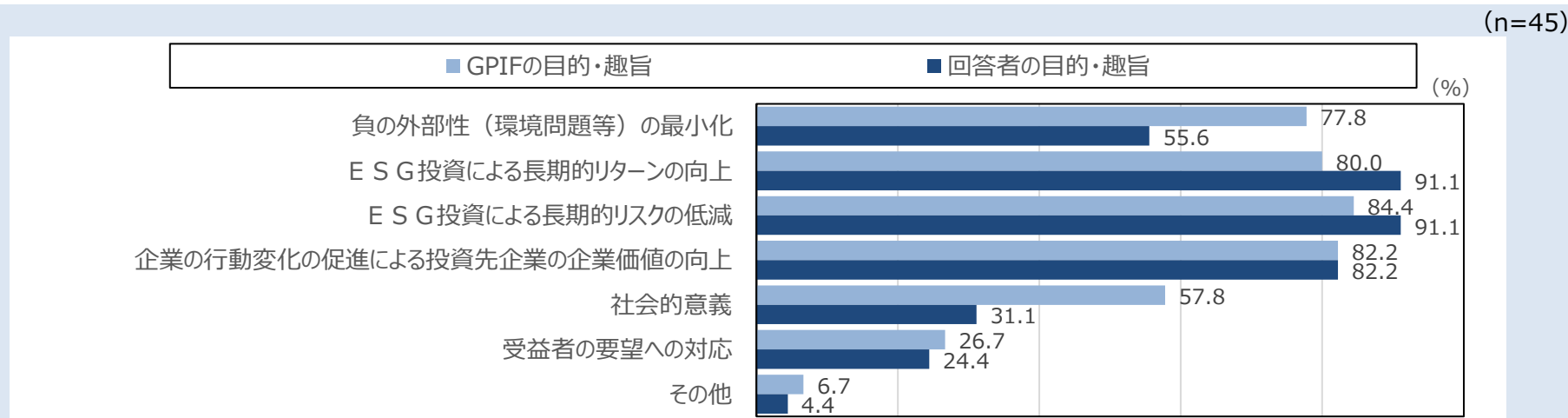
貴法人の委託を受けて行うアセットマネジャーのスチュワードシップ活動による成果は、βの向上等を通じて最終受益者の利益となる。パッシブ運用を前提としたスチュワードシップ活動にはコストがかかることが事実であり、アセットマネジャー側としては、提供するプロダクトの質に見合った報酬水準の設定をお願いしたいと考える。貴法人のスチュワードシップ活動の目的・趣旨に沿って、アセットマネジャーが活動しやすくなるような環境づくりに尽力いただきたい【運用・受】

アジア地域におけるスチュワードシップ活動の中心的な役割を担い、日本のみならず域内の制度整備促進を行っていただきたい【運用・受】

報告様式については効率化の観点から統一されたものが望ましく、業界内で進めているスマートフォーマットの活用を期待【運用】

4.ESG投資①：投資の目的・趣旨についての認識

- GPIFのESG投資の目的・趣旨と回答者のESG投資の目的・趣旨について、投資運用会社と信託銀行に認識を尋ねたところ、「GPIFの目的・趣旨」は「ESG投資による長期的リスクの低減」、「企業の行動変化の促進による投資先企業の企業価値の向上」と認識しているとの回答率が高く、それぞれ84.4%、82.2%であった。
- 一方、「回答者の目的・趣旨」については、「ESG投資による長期的リターンの上昇」、「ESG投資による長期的リスクの低減」が最も高かった（91.1%）。



その他の回答

GPIFの目的・趣旨：

- ✓ GPIFはESGを推進し、全6項目を満たしてきたと考えるが、同じ市場ベータをターゲットにしながら、ESGを「コア」パッシブアセットの大部分に統合することにより、さらに取組が進展すると考える
- ✓ 資本市場や社会が持続可能であることは、ユニバーサル・オーナーのポートフォリオが持続可能である為の必要条件であるため

回答者の目的・趣旨：

- ✓ お客様に真にESGをインテグレートした商品を提供すること
- ✓ 長期投資家としてESG情報の分析によって投資判断の確信度を上げること

4.ESG投資②：投資を推進するうえでの課題

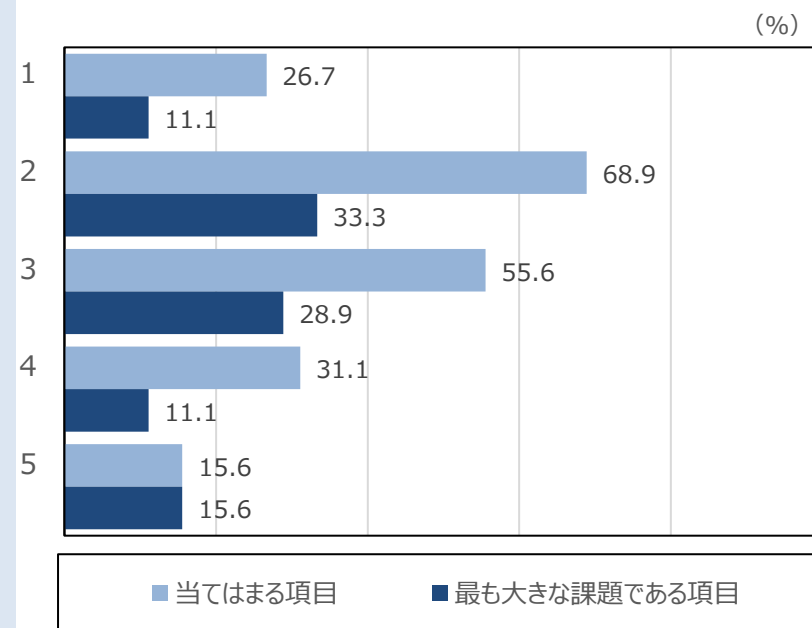
- ESG投資を推進するうえでの課題について、投資運用会社と信託銀行に尋ねたところ、「企業のESGに関する情報開示が不十分」との回答が68.9%となり、同項目を「最も重要な項目」とする回答割合は33.3%と最も高かった。また、「ESG投資の適切な評価方法が確立できていない」との回答割合も55.6%と高かった。

■ 回答者がESG投資を推進するうえで、課題になっていることを選択（複数回答可）のうえ、うち最も重要と思われる項目を選択（n=45）

連番	項目
1	E S G投資に係る体制（人員等）が十分ではない
2	企業のE S Gに関する情報開示が不十分
3	E S G投資の適切な評価方法が確立できていない
4	受益者のE S G投資に対する理解が進まない
5	その他

当てはまる
項目

最も重要な
項目

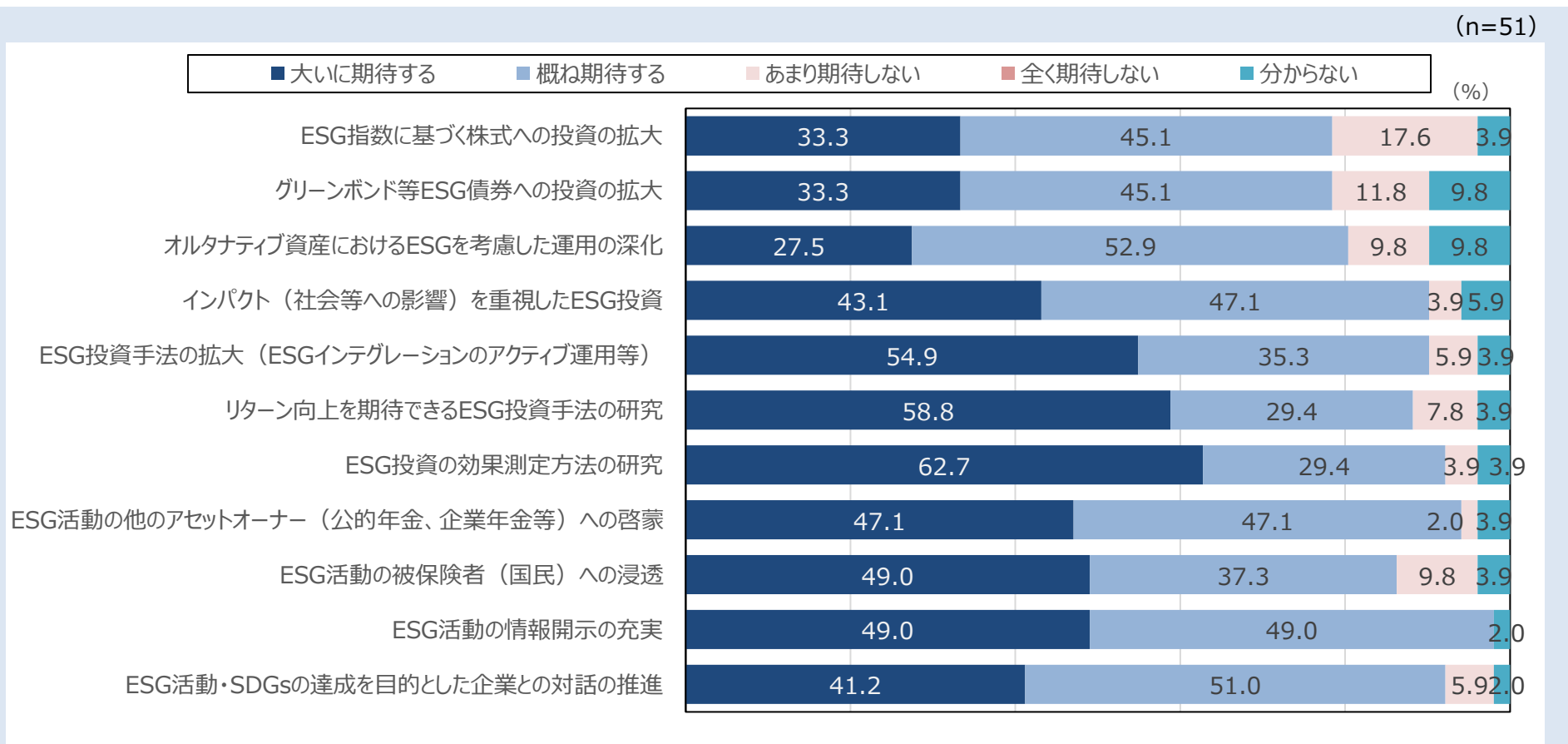


「その他」の回答：

- ESGの概念/目的がアセット・オーナーによってまちまちで、ESG投資によって何を達成すべきか明確でない点
- 調査対象企業に対するエンゲージメント結果のフィードバックプロセスの確立

4.ESG投資③：GPIFのESG活動への期待

- GPIFのESG活動に対する期待について尋ねたところ、すべての項目において「（大いに・概ね）期待する」との回答が7割以上を占めた。とりわけ、「ESG投資の効果測定方法の研究」や「リターン向上を期待できるESG投資手法の研究」については「大いに期待する」との回答割合が比較的高かった。
- 有識者向けアンケート結果では、「グリーンボンド等ESG債券への投資の拡大」、「リターン向上を期待できるESG投資手法の研究」を「大いに期待する」との回答割合はそれぞれ3.6%、32.1%であり、有識者と比較して期待度が高い結果となっている。



4.ESG投資④：GPIFのESG活動への要望

- ▶ GPIFのESG活動について要望を自由記述形式で尋ねたところ、ESGは効果の出現に長期間を要することを踏まえ「ESG重視」の取組を長期的に継続することや、ESG活動の意義等を国民に啓蒙することを期待する意見が複数みられた。
- ▶ インパクトを重視したESG投資については、GPIFに先導者として積極的な役割を期待する意見がある一方、投資の新たな評価軸であり深い議論が必要との慎重論もみられる。

✓ 長期・継続的な取組への期待

ポリシーの継続性をお願いしたい。特に「**ESG重視姿勢**」は**効果の出現も長期になる**ので、長期での取組みをぜひお願いしたい【運用・受】

運用会社として、**ESGインテグレーションについての議論を継続的に行わせて**いただけるとよい。インテグレーションを分かりやすく明示的に表現できることと併せて、効果的に実施することが受託会社からみたチャレンジの一つとなりうると考える【運用・受】

✓ ESGに関する啓蒙・広報活動への期待

国民に広くESG活動の意義と目的を理解いただくことが、本活動の持続性を高めるために不可欠。広く国民に向けた活動アピールを期待する【運用・受】

今後もESG活動の裾野を広げていくこと、また最終受益者の投資に関するリテラシー向上の中にESG投資を含めるような啓蒙・広報活動に期待【運用・受】

被保険者（国民）のESGに関する認知度は低い印象を受ける。被保険者（国民）にESGが浸透すれば、企業イメージに関わることから企業の姿勢、対応の変化率が高くなると考える【運用・受】

✓ インパクトを重視したESG投資

SDGsに代表される社会的な課題の解決に向けた取組を、資産運用の観点で、これまで以上に実効的に取り組んでいく必要があると感じている。これは**インベストメントチェーン全体で取り組むべき課題**であり、貴法人には、**是非とも先導者として、従来に増して積極的な役割を果たして**いただきたい【運用・受】

「インパクト（社会等への影響）を重視したESG投資」については、**投資の新たな評価軸に据えるものであり、諸観点（切実性・波及性・相反性・持続性・範囲性）から深い議論が必要**であると考え【運用・受】

✓ その他の意見（懸念事項）

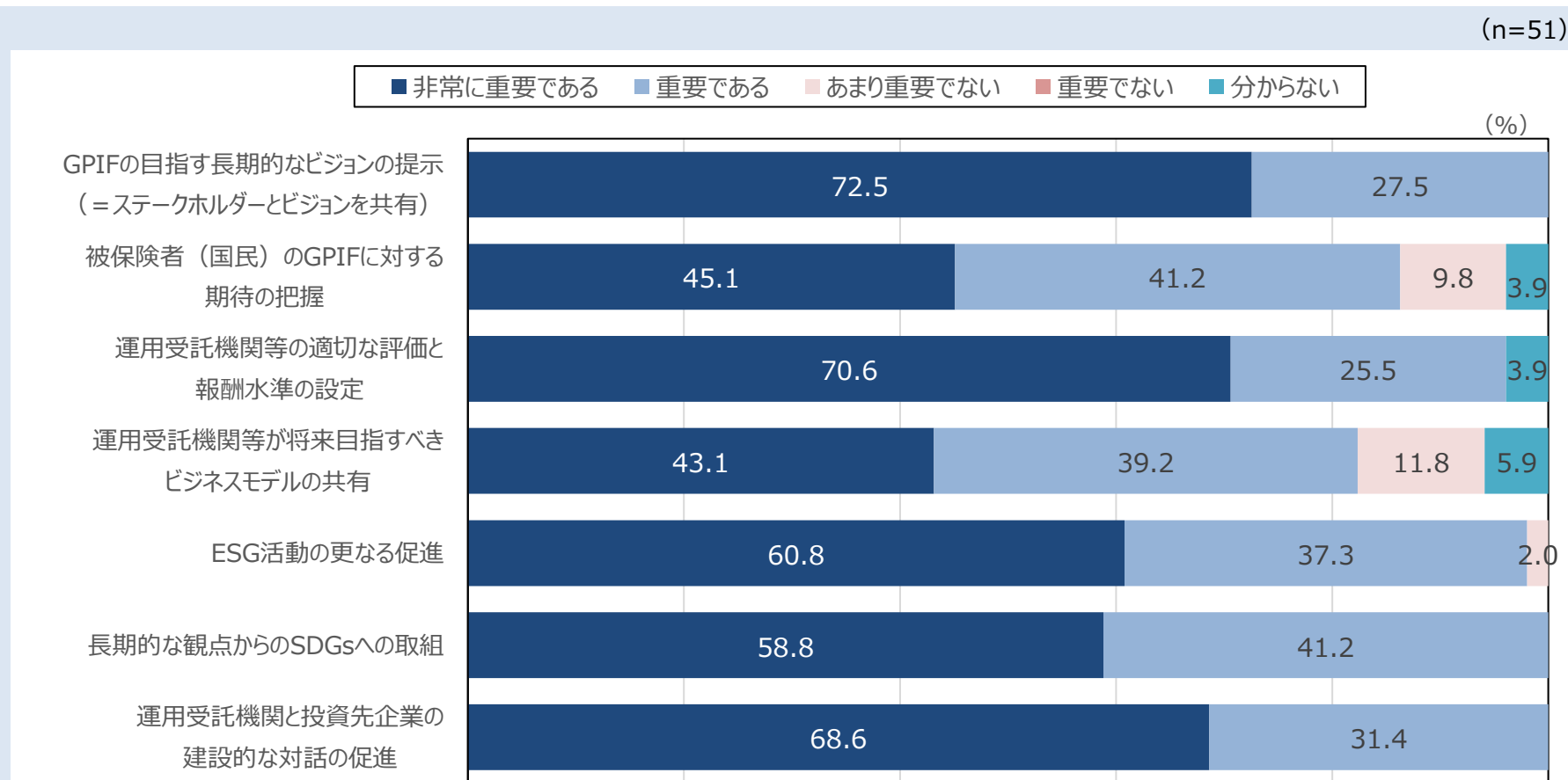
ESG活動自体が目的化してしまわないよう、その活動のリターンへの貢献という視点での研究、情報開示を今後も期待している【運用】

評価を得るために報告するための形式を整える事が目的となっている傾向が見られやや残念に思う。ESG活動による倫理的な目的達成と経済的リターンの獲得とは必ずしも一致しないので、評価方法の多様性が必要ではないか【運用】

5.運用受託機関とのアラインメント強化①：ステークホルダーへの取組

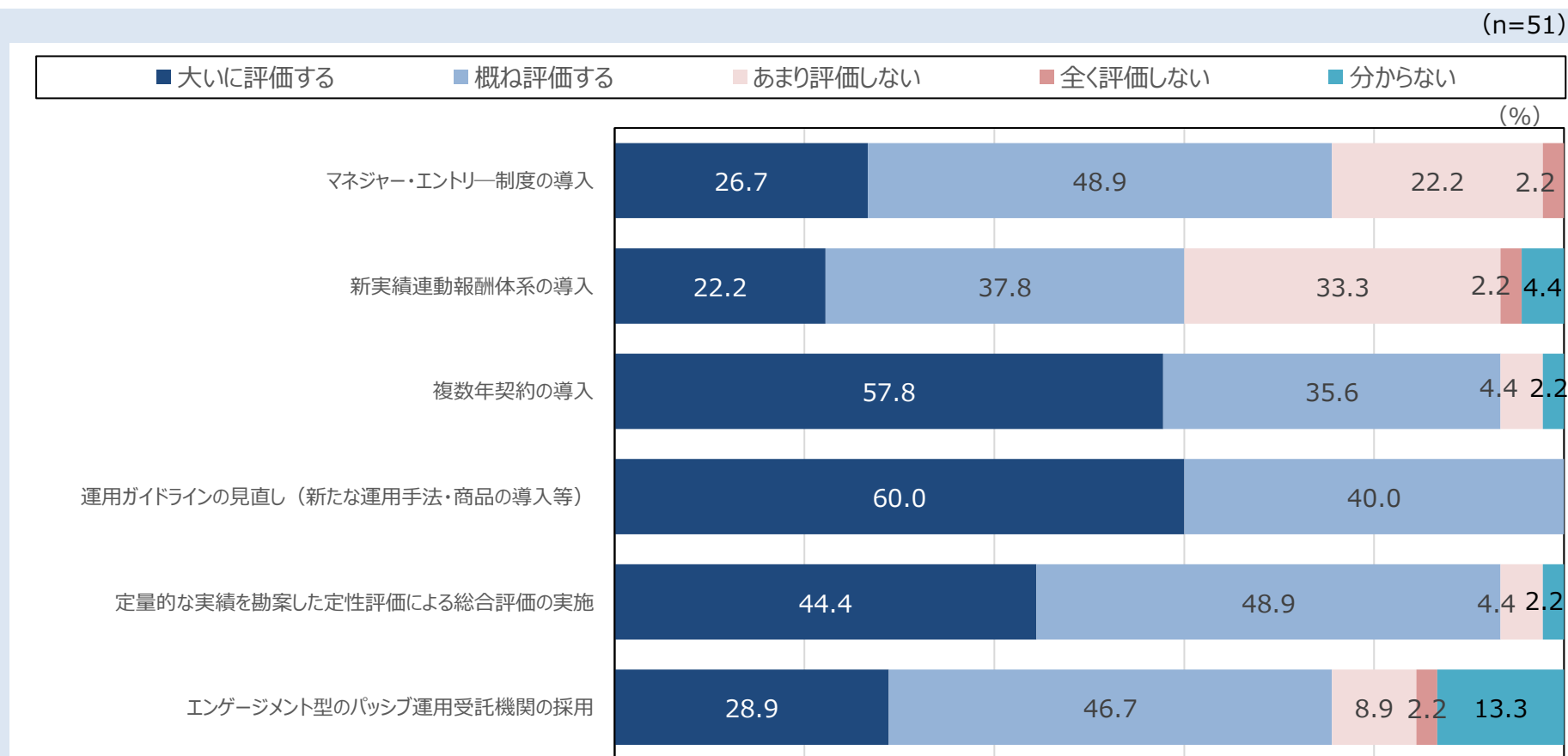
- 「投資先企業の持続的な価値向上」と「資本市場全体の持続的・安定的な成長」を実現するために、GPIFがステークホルダー（※）に対して行う取組について重要性を尋ねたところ、すべての項目で「（非常に）重要である」との回答が8割以上を占めた。とりわけ、「GPIFの目指す長期的なビジョンの提示」、「運用受託機関等の適切な評価と報酬水準の設定」、「運用受託機関と投資先企業の建設的な対話の促進」を「非常に重要である」とする回答割合が高かった。

（※）ステークホルダー：被保険者（国民）、運用受託機関等（資産管理専門銀行や指数会社を含む）、投資先企業



5.運用受託機関とのアラインメント強化②：取組の評価

- GPIFと運用受託機関とのアラインメント強化に向けた取組についての評価を尋ねたところ、すべての項目で「（大いに・概ね）評価する」との回答が半数を上回った。とりわけ、「運用ガイドラインの見直し」や「複数年契約の導入」については「大いに評価する」との回答割合が比較的高かった。
- 一方で、「新実績連動報酬体系の導入」については、35.5%が「（あまり・全く）評価しない」と回答している。



5.運用受託機関とのアラインメント強化③：具体的な意見

- ▶ GPIFと運用受託機関とのアラインメント強化に向けた取組について、意見を自由記述形式で尋ねたところ、新実績連動報酬体系については、運用機関のコスト等を把握し、より質の高い取組を促すための協議・対話を行うことが望まれること、また、マネジャー・エントリー制度については、選定状況やプロセスにおける透明性をより高めることが望まれるとの意見があった。
- ▶ その他、採用されていない運用機関とのコミュニケーションの機会を増やすべきとの要望があった。

✓ 新実績連動報酬体系（運用機関のコスト）に関する意見

スチュワードシップ活動やESG投資はこれまで以上に意欲的な活動が見込まれる領域であるが、これに係る運用会社のコストの把握に努め、**今後の運用会社のより質の高い取組を促すためにも、運用会社と負担を共有すべく、一度各社とこの点について協議したらよいのではないか。**

実績連動報酬は、高い実績を達成した際には高い報酬で報いるという考え方自体は理解できる。一方で、実績への評価に傾倒しすぎているようにも感じ、運用会社の日々のモチベーション維持を削いでいる可能性もある。この点を改善するため、「運用過程の努力と投入するリソース、プロセスの質の高さ」も評価した報酬体系へと改善したらより良い制度になると考える【運用・受】

アラインメントの強化は受益者保護の観点から極めて重要な取組と考える。しかし、そこには、アセット・オーナーとアセット・マネジャーが、信頼関係の下、共に意見を出し合い、良いものを作り上げていくプロセスが必要のように感じる。**新しい実績連動報酬型はしかし、アセット・マネジャーが置かれている環境（スチュワードシップコードへの取組の充実、システムの高度化、法務要請の高まり、他業界への人材の流出等）の中、良質な経営資源の創出や維持・育成に要するコストの高まりに関する議論が置いてきぼりになっている気がしてならない。**国民の大切な資金を扱う極めて重要な責任を担う御法人とアセット・マネジャーは、超過収益が不足した過去を共に省みて、マネジャーの選考過程やマンドートの種類に問題はなかったのか、運用プロセスや人材のレビューは十分に行われたのか、両者が対話を通じて乗り越える場面が必要だったと感じる【運用】

✓ マネジャー・エントリー制度の選定状況やプロセスにおける透明性に関する意見

マネジャー・エントリーについては、その**選定状況、プロセスについて、更なる透明性**をお願いしたい【運用・受】

マネジャー・エントリー制度について、**エントリー後のプロセスに透明性がないため運用受託機関等に対する進行状況の開示をいただける様**をお願いしたい【運用・受】

戦略においては、特定のコンサルタントの推奨レーティングがついていない戦略の説明は聞かないといった風潮が一部で見られる。コンサルタント自身もキャパシティが限られた中で評価を実施しているといった実態もあり、本来の情報を広く収集するといった趣旨に必ずしも沿っていないのではないかと思う【運用・受】

✓ その他の意見

貴法人に採用されていた時と、採用されていない現在と比較して、コミュニケーションの機会が格段に減ったと認識している。こちらの営業努力の問題もあるが、貴法人に採用されていない運用会社との意見交換の機会ももっとあっていいのではと思う【運用】

5.運用受託機関とのアラインメント強化④： GPIFとのコミュニケーション

- ▶ GPIFと回答者とのコミュニケーションについて具体的な意見を自由記述形式で尋ねたところ、GPIFと運用機関等とのコミュニケーションについて活発な意見交換が行われている、意見交換の機会が増えた、と評価する意見が多く見られた。一方で、対話の窓口となる部署の明確化、英語での柔軟な対応を求める意見があった。

✓ コミュニケーションが良好または改善されたとする意見

これまで指数開発プロセスにおいて、**相互に活発な意見交換**をベースに共通の認識を持って対応がなされていると感じる【指数】

運用機関から**率直な意見や助言、相談を求められることが増え**、**コミュニケーションの方向性が改善**されていると実感している。また、運用報告等のミーティングにおいて、意図が明確になるよう質問内容を工夫されていると思う。今後は、さらに運用担当者の説明内容について貴法人担当者の理解が一層深まるよう、**ミーティング時間の十分な確保や必要に応じて通訳者の同席を認めていただくなど、柔軟な対応をお願いしたい**と思う。**質問書や照会事項を英語版でも作成いただけたら大変助かる**【運用・受】

✓ 対等な立場での議論に関する意見

GPIFの方は、対等な立場・パートナーとして接しようとしているかもしれないが、**各社にとっては最大級のお客様であることから、なかなか対等とは感じにくい**のかもしれない。組織が大きくなり、役割に応じて細分化されてきていることから、近づきがたく、お役所的な雰囲気が強くなってしまったような気がする【運用・受】

巨大な投資家という側面がある以上、対等な立場でディスカッションできるとは思えない【運用】

✓ 対話の窓口に関する意見

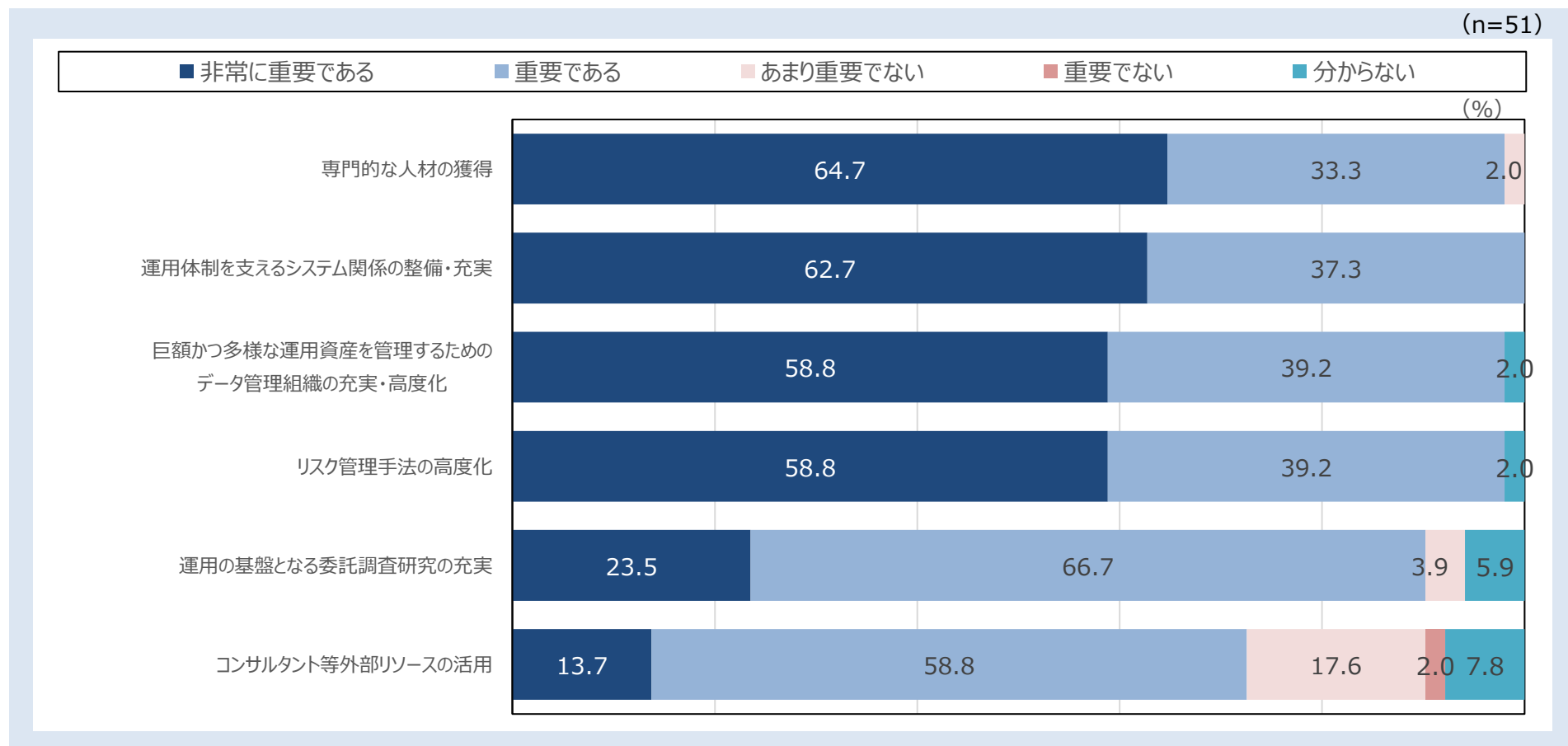
非公式な相談窓口を設置いただけると、より円滑なコミュニケーションが可能になると思う【運用・受】

窓口になる部署がどこになるのか、やや分かりにくいと考える【運用・受】

運用支援グループ体制には十分メリットはあると考えるが、逆に、**案件ベースでの窓口が明確でない**ため、以前のプロダクト別顧客担当制の時と比較して、コミュニケーションが取りづらいケースがある【運用・受】

6.運営体制①：重要な項目

- GPIFの今後の運営体制に向けて、項目ごとの重要度を尋ねたところ、すべての項目で7割以上が「（非常に）重要である」と回答している。とりわけ、「専門的な人材の獲得」については64.7%が「非常に重要である」と回答している。一方で、「コンサルタント等外部リソースの活用」については、「（あまり）重要でない」との回答割合が19.6%と比較的高かった。
- 有識者向けアンケートの結果では、「リスク管理手法の高度化」を「非常に重要である」と回答した割合は33.3%であり、有識者と比較して高い割合となった。



6.運営体制②：効率的な運営体制構築に向けた具体的な意見

- GPIFの効率的な運営体制構築に向けた意見を自由記述形式で尋ねたところ、専門人材の拡充やリスク管理体制の高度化などを求める意見があった。また、コンサルタント等の外部人材については、中立性の確保ができる体制を求める意見があった。システム面に関しては厳格なデータ管理と適切なリスク管理を重要視する意見があった。

✓ 専門人材に関する意見

専門人材の拡充を進めるべき。海外アセットオーナーに比べて職員数は依然として少ない【運用・受】

高度プロフェッショナル人材を外部から招聘し、永続的にチームを拡充していくことは今後ますます困難になってくるとされる。「**専門人材は今後なかなか採れなくなる**」ということを前提とした体制づくり、**投資対象の取捨選択、フォーカスの明確化等**を行っていく必要があるかと思う【運用】

一般論としてシステムを拡充すればするほど硬直的な組織になる可能性があるため、変化の激しい環境に対応するために、**基礎データベースを構築する**必要があるものの、**データ抽出・加工するデータサイエンティストを擁する体制を構築**するという考え方もあるかと思う【運用・受】

✓ リスク管理に関する事例

アセットクラス別の投資判断に関するプロフェッショナルの配置強化とポートフォリオ全体における**リスク管理体制の高度化**は重要な課題かと認識している【指数】

✓ 外部人材に関する事例

コンサルタント等外部リソースの活用、特にプロダクト選定にあたっては、**コンサルタントのバイアス排除、中立性確保に配慮頂きたい**【運用・受】

外部からの専門的な人材の獲得も有効であると同時に、既存の職員のエデュケーションの一環として、**外部へのトレーニーの活用は有効**と考える。調査委託研究とは異なる方法でのプロジェクトベースでの受託機関との共同作業などは、外部リソースの活用方法としては検討の余地はあると思う。**プロジェクトでの共同作業により、貴法人の職員の方の実務的な面も含めた知見や経験の吸収の場にもなり得る**かもしれない。運営方法などハードルは高いかもしれないが、貴法人の職員とのオフサイトミーティングなども実現できると、双方得るものが多いのではないかと【運用・受】

✓ システムに関する事例

外部の運用機関との協力のフレームワークにおいては、**厳格なデータの管理・分析と適切なリスクフレームワークに支えられたオペレーティングプラットフォーム**が、中期的に正しく機能するために最も重要な要素であると考え【運用・受】

II-2-3. 運用機関向けヒアリング調査結果

運用機関ヒアリング調査概要

■目的

- GPIFの各種取組に対する要望・期待等を聴取し、今後の活動への示唆を得る

■対象先

- 対象：アンケートに回答した投資運用会社・信託銀行（回答数45社）
（法人としての意見を言える方（CEO/CIO等）＋アンケート回答者）
- 選定：アンケート自由記述（改善要望・批判的意見）等をもとに運用機関を選定

■調査期間

- 2020年1月23日～2020年2月14日

■実施方法等

- 形式：個社ヒアリング
- ヒアリング実施数：9社（属性は右表の通り）

	日系	外資系
受託	5	3
非受託	0	1

ヒアリング項目

総論	全体を通じたGPIFの活動の評価
	近年のGPIFの評判
スチュワードシップ活動	回答者のスチュワードシップ活動に関する課題認識（以下の1～5の項目について） 1.スチュワードシップ活動の効果よりもコスト（対応費用等）の方が大きい、2.スチュワードシップ活動の意義についての理解が投資先企業に十分に浸透していない、3.投資先企業の対話姿勢が不十分、4.投資先企業の情報開示が不十分、5.その他
	回答者のスチュワードシップ活動に関する課題の解決に向けてGPIFに期待する活動（以下の①～⑤への期待度） ①海外のアセットオーナー等とのグローバルな取組の推進、②運用受託機関と企業との間の建設的な対話（エンゲージメント）を促す働きかけ、③企業への情報開示を促す働きかけ、④取引所・規制機関等への働きかけ、⑤その他
	GPIFのスチュワードシップ活動への要望
ESG活動	GPIFの今後のESG活動への期待（以下の①～⑪への期待度） ①ESG指数に基づく株式への投資の拡大、②グリーンボンド等ESG債券への投資の拡大、③オルタナティブ資産におけるESGを考慮した運用の深化、④インパクト（社会等への影響）を重視したESG投資、⑤ESG投資手法の拡大（ESGインテグレーションのアクティブ運用等）、⑥リターン向上を期待できるESG投資手法の研究、⑦ESG投資の効果測定方法の研究、⑧ESG活動の他のアセットオーナー（公的年金、企業年金等）への啓蒙、⑨ESG活動の被保険者（国民）への浸透、⑩ESG活動の情報開示の充実、⑪ESG活動・SDGsの達成を目的とした企業との対話の推進
	GPIFのESG活動に対する意見・要望
長期ビジョン	GPIFの目指す長期的なビジョンの提示（＝ステークホルダーとビジョンを共有）の重要性
オルタナティブ資産運用	オルタナティブ資産の運用体制
受託機関とのアラインメント	運用受託機関とのアラインメント強化に向けてGPIFが実施している取組への評価（以下の①～⑥の評価） ①マネジャー・エントリー制度の導入、②新実績連動報酬体系の導入、③複数年契約の導入、④運用ガイドラインの見直し（新たな運用手法・商品の導入等）、⑤定量的な実績を勘案した定性評価による総合評価の実施、⑥エンゲージメント型のパッシブ運用受託機関の採用 【※新実績連動報酬体系（報酬水準）の考え方に対する理解度を確認】
	GPIFの運用受託機関とのアラインメントの強化に向けた取組に対する意見、改善案等
効率的な運営体制 ・コミュニケーション ・体制構築	GPIFとの普段のコミュニケーションについての認識（以下の①～⑥の度合い） ①対等な立場で議論・対話を行えると感じる、②意見を自由闊達に言える雰囲気がある、③新たな運用手法等の提案を歓迎し、迅速に対応しようとする姿勢を感じる、④GPIFの経営陣と長期ビジョンやビジネスモデルについて対話を行える、⑤高圧的であると感じることもある、⑥必要なコミュニケーションが十分に取れていないと感じる
	GPIFの今後の運営体制の在り方を考えるうえで重要な項目（以下の①～⑥の重要度） ①専門的な人材の獲得、②運用体制を支えるシステム関係の整備・充実、③巨額かつ多様な運用資産を管理するためのデータ管理組織の充実・高度化、④リスク管理手法の高度化、⑤運用の基盤となる委託調査研究の充実、⑥コンサルタント等外部リソースの活用
	GPIFのより効率的な運営体制の構築に向けた意見

ヒアリング調査結果の概要①

総論

- ✓ GPIFの取組・活動状況全般に関しては、双方向のコミュニケーションが円滑になったとの意見が多かった
- ✓ また、積極的な情報発信でオピニオン・リーダーとしての地位を築いているという意見も複数あった
- ✓ GPIFへの期待としては、インベストメント・チェーン全体のより一層の好循環をもたらすために、スチュワードシップ活動・ESG投資の目的・ビジョンを日本全体に広く周知・共有することを求める意見が多かった

スチュワードシップ活動

多数意見

スチュワードシップ活動の課題：

- ✓ レポートング負荷が高い（業界として報告内容が標準化されていない、形式的な質問も多い）
- ✓ 対話・レポートングのための人員、システム等のコスト負担が大きい

GPIFへの期待：

- ✓ 市場全体の底上げのための、アセットオーナー、運用機関、企業への働きかけ（評価に応じた対価支払いによる運用機関へのインセンティブ付けも含む）
- ✓ 「国民の利益のため」という目的の発信

スチュワードシップ活動の評価：

- ✓ 評価および運用報酬に関するGPIFの具体的な着眼点の提示・フィードバックが欲しい

スチュワードシップ活動のコスト：

- ✓ 現行報酬体系には、スチュワードシップ活動に係る要請レベルの高度化が織り込まれておらず、低い

ESG活動

多数意見

ESG投資の課題：

- ✓ 企業の情報開示に改善余地（開示姿勢、内容）

GPIFへの期待：

- ✓ ESG投資を通じて実現したい社会像の訴求、ESG投資の目的の明確な発信
- ✓ アセットオーナー、運用機関、企業への働きかけ（スチュワードシップ活動と同じ）

今後GPIFに期待する具体的取組：

- ✓ ESG投資手法、効果測定方法に係る調査研究
- ✓ インパクト投資の実施や、社会的リターンの検証

一部意見

GPIFへの期待：

- ✓ 将来を担う若い世代のニーズを踏まえたESG投資

今後GPIFに期待する具体的取組：

- ✓ 価格の歪みを引き起こすリスクのあるESG指数への過大な投資からの脱却（ESGインテグレーションのアクティブファンド等へのシフト）

ヒアリング調査結果の概要②

長期ビジョン

多数意見

GPIFへの期待：

- ✓ GPIFが実現したい社会、GPIFが具体的に目指す姿など、具体的なビジョンを明確に示してほしい
- ✓ GPIFはユニバーサルオーナー、長期投資家であり、サステナブルな社会の実現とGPIFのリターン向上は表裏の関係にあると認識
- ✓ 長期ビジョンの国民・企業との共有（企業の情報開示の改善等にも資する）

一部意見

- ✓ 細かい点について報告を求められるのは、標榜する長期ビジョンと整合性があるのか疑問

オルタナティブ資産運用

多数意見

オルタナティブに係る体制：

- ✓ 巨大な資産規模と比較して人員数は少ない

オルタナティブ投資の進捗：

- ✓ 機会損失回避のため、早期に積上げるべき
- ✓ 現状の投資比率ではコスト（人員等）に見合う効果が十分得られない

一部意見

オルタナティブに係る体制：

- ✓ 自ら投資に従事していた専門人材を採用すべき
- ✓ 海外拠点を持たずに海外の投資先を適切に管理することは難しいと思われる

受託機関とのアライメント

多数意見

マネジャー・エントリー制度：

- ✓ 制度自体は評価するが、透明性が低い
- ✓ 月次のメンテナンス負荷が高い割に透明性が低く（プロダクト審査の進捗状況などが分からない）、GPIF・運用機関双方の事務負担が大きい

新実績連動報酬：

- ✓ 制度自体は評価するが、基本報酬率が低過ぎ、GPIFと運用機関との信頼関係を損ないうる
- ✓ 基本報酬率が低く、運用機関にとって収益ボラティリティが高いため、優秀なファンドはエントリーを見送る事例がある

一部意見

新実績連動報酬：

- ✓ ユニバーサルオーナーとして、健全な資本市場の発展のため、中小運用機関も含めて優良なアクティブマネジャーを育成できるような報酬水準を設定すべき

定量的な実績を勘案した定性評価による総合評価：

- ✓ 実際の評点を見ると、結局短期的な定量実績を重視していると感じる
- ✓ 運用担当者の具体的な報酬水準まで提出を求められるが、その必要性があるのか疑問

ヒアリング調査結果の概要③

効率的な運営体制（GPIFとのコミュニケーション）

多数意見	✓ 双方向のコミュニケーションが円滑になった ✓ シニアマネジメント層との面談機会があるのはとても良い
一部意見	新実績連動報酬導入時のコミュニケーション： ✓ 新実績連動報酬導入など、大きなテーマについては非常に丁寧な事前説明がなされ、意見交換の場も用意されている ✓ 十分な事前説明は受けたが、実態としては交渉の余地なく押し付けられている

効率的な運営体制（体制構築）

多数意見	✓ 世界最大のアセットオーナーであるにも関わらず、人員数は少なく、リソース不足である
一部意見	✓ GPIFとして長期志向重視を掲げる一方、実務現場ではそれが実現できていないボトルネックは圧倒的なリソース不足である

効率的な運営体制（リスク管理）

多数意見	✓ 伝統資産とオルタナティブ資産を一元的に管理できるシステムを構築する必要がある
一部意見	✓ 大規模ポートフォリオを管理したことのある人材を増やすべき ✓ Chief Risk Officer含めたリスク管理の専門家が不足しているのではないか

II-3. ステークホルダーからの期待を踏まえた 次期中期計画に必要な論点

外部環境とステークホルダー調査を踏まえた論点整理

取組・活動状況に対する評価

- ✓ 情報開示・透明性の向上、ESG投資への取組姿勢、スチュワードシップ活動への取組姿勢については大いに評価されている
- ✓ オルタナティブ資産運用の充実化、運用受託機関とのアラインメントの強化については相対的に評価が低い
- ✓ 運用実績については、運用プロセスの高度化に向けた取組、運用利回りの達成、基本ポートフォリオに忠実な運用等が大いに・概ね評価する理由として挙げられている
- ✓ アクティブ運用についての発展余地、ベンチマーク収益率との乖離への定量評価を求める意見もあり

運用における重点項目

- ✓ 長期的な収益確保：①-3、②

オルタナティブ資産運用

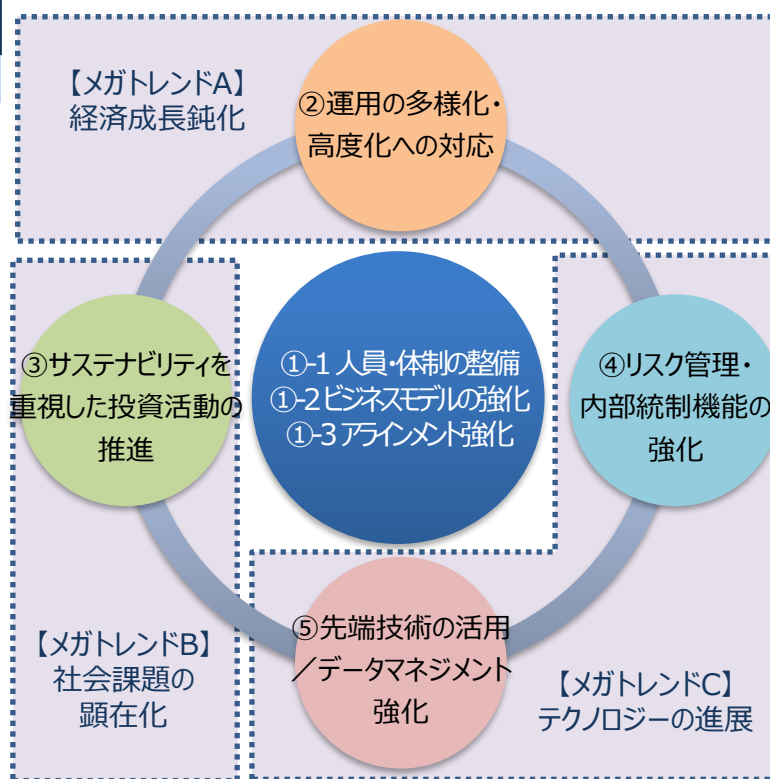
- ✓ ポートフォリオの分散効果からの必要性：②
- ✓ 流動性への懸念、市場規模へのインパクト：②

ESG投資・活動

- ✓ 負の外部性最小化、長期的リターン向上、リスク低減：③
- ✓ ESG投資の評価方法の確立、投資手法の研究：③
- ✓ 情報開示・企業との対話の充実：③
- ✓ 社会に向けての発信、国民への浸透：③

スチュワードシップ活動

- ✓ 運用受託機関と企業間のエンゲージメント促進：③
- ✓ 企業の情報開示促進、企業価値向上・持続的成長：③
- ✓ 企業の行動変化、啓蒙活動、環境づくり：③



運用受託機関とのアラインメント強化

- ✓ 長期的ビジョンの提示：①-3
- ✓ 運用受託機関等の評価、報酬水準の設定：①-2,3
- ✓ 運用受託機関とのコミュニケーション：①-3

リスク管理

- ✓ 目的の明確化、定量化：④
- ✓ 基本方針見直しに係る機動性の確保：④
- ✓ ホームカンントリーリスクを広範に想定する必要性：④
- ✓ 人員増等による管理体制強化、手法高度化：①-1、④、⑤

運用体制

- ✓ 専門的な人材の確保：①-1
- ✓ システムの整備・充実、データ管理の充実・高度化：①-1、④、⑤

第4期中期計画に向けて～ 注力すべき重点領域 ～

GPIFの目指す姿

ユニバーサル・オーナーかつ超長期投資家として、
運用対象の多様化による分散投資、スチュワードシップ活動やESG投資を通じた
持続可能な社会の実現により、長期的かつ安定的なリターンを確保する

ステークホルダーからの期待を踏まえた重点領域



1 ユニバーサル・オーナーかつ超長期投資家に相応しい人員・体制の整備、ビジネスモデルの強化

1

世界最大のファンド・オブ・ファンズ・マネジャーに相応しい人材の登用・体制の整備
効率運営を企図したアウトソーシング型ビジネスモデル強化：内部・外部リソースのベストミックスを追求
運用面では、特に、重要なパートナーである運用受託機関・指数会社とのアラインメント強化



当該基盤を活用し、以下の領域に取り組む



2 低金利環境下における リターン確保

2

運用の多様化による
分散投資
(オルタナティブ投資等)



3 持続的な社会の実現 (サステナビリティ)

3

スチュワードシップ活動や
ESG投資



4 進展したテクノロジーの活用 (AI、RPA等)

4

リスク管理・内部統制機能
の強化

5

先端技術の活用・
データマネジメント強化

本報告書は、みずほ総合研究所株式会社が年金積立金管理運用独立行政法人から受託した「次期中期計画策定に資する調査研究業務」の調査結果を取りまとめたものです。

本報告書に関わる権利は、年金積立金管理運用独立行政法人に帰属します。